La Bolsa

Introducción
al sistema bursátil

Max Weber

Traducción e introducción de
Carme Madrenas

ariel Quintaesencia

Table of Contents

Índice

INTRODUCCIÓN

El texto que sigue constituye la versión castellana de un pequeño trabajo que Max Weber (Erfurt, 1864-Munich, 1920) escribió entre 1894 y 1896 para la Göttinger Arbeiterbibliothek de Friedrich Naumann, político alemán que tuvo un importante papel en el movimiento de reforma social protestante, y con el que por aquel entonces Max Weber estaba estrechamente vinculado. El trabajo consta de dos partes. La segunda de ellas es posterior a la promulgación de la primera Ley de Bolsas alemana, de 22 de junio de 1896.

A este trabajo hacía referencia Gerhart von Schulze-Gaevernitz, colega de Max Weber en su especialidad y amigo suyo en la Facultad de Friburgo de Brisgovia, en un artículo titulado «Max Weber als Nationalökonom», publicado en el *Frankfurter Zeitung* el 7 de julio de 1920, pocas semanas después de la muerte de Weber, y recogido luego en el volumen colectivo editado por René König y Johannes Winckelmann, *Max Weber zum Gedächtnis*. En él expresaba la necesidad de una reedición inmediata del mismo.[1] El trabajo fue publicado en los *Gesammelte Aufsätze zur Soziologie und Sozialpolitik*.[2] No ha sido editado ni traducido posteriormente, a pesar de su valor divulgativo y de su interés histórico.

Weber, en los comienzos de su carrera, fue un estudioso del Derecho Mercantil, aunque éste sólo fuera para él un punto de partida o un pretexto. Tras su licenciatura en Derecho, comenzó su actividad científica en el Seminario de Derecho Mercantil de la Universidad de Berlín, dirigido por el gran mercantilista Levin Goldschmidt (que había sido su profesor), y en 1889 se doctoró por Berlín con una tesis sobre la historia de las sociedades comerciales en la Edad Media. En 1891 presentó un trabajo de habilitación sobre la historia agraria de Roma.

Desde entonces, y hasta 1897, el *joven* Weber se dedica al estudio de dos campos que eran fuentes centrales de los problemas políticos y económicos de la Alemania de Guillermo II: la *cuestión agraria* y la *reforma de la Bolsa de valores.* Los problemas de ambos campos estaban muy asociados, porque lo que en el fondo se discutía, y lo que interesaba a Weber, era el futuro programa político y económico que la nación alemana debía emprender. La bibliografía especializada se ha ocupado del problema agrario de los campesinos del este del Elba y de los trabajos de Weber sobre el tema. En cambio, han sido escasamente estudiadas sus investigaciones sobre la reforma de las Bolsas alemanas. En 1894, Weber fue nombrado catedrático de Ciencias Políticas en la Universidad de Friburgo, cargo que ocupó hasta 1897, en que accedió a la cátedra de Heidelberg. *Entre 1894 y 1897*, *se ocupó ampliamente de la Bolsa.* Existían buenas razones para hacerlo. En aquellos años, la Bolsa era objeto de ataques procedentes tanto de los sectores conservadores como de los círculos socialistas.

Los ataques de los *sectores conservadores y agrarios* eran una consecuencia directa de su política de defensa a ultranza de la producción interna de cereales y de mantenimiento del dominio político, que también implicaba el recurso a la

agitación antisemita. Alemania había practicado el librecambio entre 1865 y 1878. En este período, los sectores agrarios, económicamente decadentes, pero políticamente dominantes, se vieron amenazados por la competencia creciente del cereal procedente de Rusia y de Estados Unidos. Presionaron para dar un giro a la política anterior, y en 1878 se establecieron *aranceles* para los cereales, que se incrementaron en 1885 y 1887. Esta política agraria iba en detrimento de la industrialización y de la construcción de una nación alemana unida en el interior y fuerte más allá de las fronteras. Enfrentándose a esta política, Weber había defendido la alternativa de expropiación de las tierras y colonización de las mismas por campesinos alemanes (los aranceles habían provocado un cambio en los métodos de producción, y éste, la sustitución de los campesinos alemanes por trabajadores polacos, que constituían una mano de obra más sufrida y más barata).[3]

Además, entre los círculos agrarios era *creencia* general que la comercialización en el mercado de cosechas futuras facilitaba la importación de granos extranjeros y tendía a deprimir los precios agrícolas internos. De ahí que de ellos partieran los principales ataques contra el *negocio a plazo* en la Bolsa, exigiendo su prohibición. Por aquel entonces, la regulación del comercio a plazo no se había desarrollado en ningún país tanto ni de manera tan compleja como en Alemania.[4] Y ello no sólo por razones de técnica legislativa, sino sobre todo por las controversias de los partidos políticos sobre el tema. También contribuyó mucho a oscurecer la regulación el desconocimiento de factores técnicos y económicos de los negocios bursátiles por parte de los juristas.[5] Weber combatió aquellas creencias de los sectores agrarios, y se erigió en un decidido defensor del comercio a plazo.[6]

Los intereses de los sectores agrarios hostiles a la Bolsa y contrarios al negocio a plazo se vieron reforzados por la *agitación antisemita* desplegada por la prensa conservadora alrededor de 1875, que se extendió a la especulación en la Bolsa. Durante el siglo XIX, se había efectuado una progresiva asimilación cultural de los judíos en Alemania. La mayoría de ellos se situaba políticamente dentro de las tendencias liberales. Ya no formaban un grupo social unitario, pero no obstante estaban distribuidos en unas pocas clases (la clase media y la alta burguesía) y oficios, porque durante muchos años les había estado prohibido poseer tierras (y por lo tanto no había campesinos judíos), entrar en los gremios (lo que pudo contribuir a que no participaran en la industria) o ser funcionarios (de modo que, al término de una formación académica, pasaban a ejercer profesiones liberales). Por exclusión, el comercio y las finanzas, y luego las profesiones liberales, eran las ocupaciones principales de la gran mayoría de los judíos alemanes. A comienzos de la década de 1870, Alemania atravesaba una etapa de notable crecimiento económico, cuyos orígenes estaban en los millones de la indemnización que Francia había tenido que pagar tras su derrota en la guerra franco-prusiana, y que el Estado alemán empleó para amortizar deuda pública. Las creaciones de empresas, básicamente ferrocarriles y constructoras, y las fundaciones de sociedades anónimas, se multiplicaron en pocos años de forma exorbitante. A

estos breves años se los conoce como la «época de las fundaciones» *(Gründerzeit).* A esta etapa de emprendedores optimistas, euforia alcista y fiebre generalizada de especulación, le siguió una grave crisis económica. El detonante fue el *crash* de la Bolsa de Viena en 1873, que no sólo afectó a la nobleza y a la alta burguesía, sino también a las capas medias bajas (pequeños propietarios, artesanos). No costó difundir la opinión de que quienquiera que se dedicara a las transacciones bursátiles era un pillo en potencia, y hacer creer a estas capas que la culpa del desastre la tenían los judíos, que esta raza extraña utilizaba la Bolsa para ganar fácilmente dinero a costa del trabajo del pueblo alemán. Los conservadores pensaron que difundiendo sentimientos antisemitas entre estos grupos receptivos, y en lo posible entre los trabajadores, despertarían simpatía por la causa conservadora.[7]

Al sentimiento anticapitalista de los terratenientes y a la animadversión de las capas medias bajas contra la Bolsa, y en particular contra la especulación, se sumaron los ataques anticapitalistas de los *socialistas*, para quienes la Bolsa era el símbolo de la iniquidad capitalista, y, como tal, había que destruirla. Se trataba de ataques más débiles, porque los socialistas sobrevivían en la clandestinidad, y su voz era difundida, con distorsiones, por un grupo de periodistas pequeñoburgueses. Poco tiempo después de la unión de los socialistas (en la conferencia de Gotha de 1875), Bismarck había dictado la ley de excepción de 1878 (la *Sozialistengesetz*), para hacer frente al «peligro rojo», que prohibía el derecho de libre expresión, el de reunión y el de asociación. Su vigencia estaba limitada a tres años, pero fue prorrogada varias veces, hasta que en 1890, en contra de los deseos de Bismarck, el Parlamento la derogó porque sus resultados demostraron claramente que había constituido un error político.[8]

El Weber del discurso inaugural de Friburgo de 1895 estaba preocupado por el problema de la dirección política del Estado alemán, y de la clase social que debía encabezar dicha dirección. Para Weber, la restricción de las libertades políticas a los socialistas, junto con su dogmatismo programático (para él, la idea de una transformación radical de la sociedad no era más que un «narcótico», y, como a todo iusnaturalismo, la combatía), sólo habían contribuido a la gran falta de madurez política de la socialdemocracia, y, por lo tanto, a su incapacidad para dirigir las riendas del destino de la nación alemana. Según Weber, la socialdemocracia —de la misma manera que los burgueses eudemonistas y su «cultura ética»— confundía ideales éticos con aspiraciones políticas. El fantasma rojo de la burguesía se desvanecía: la conquista del poder por vías revolucionarias por los socialistas sólo podría mantener el retroceso económico y conducir a la burocratización de la vida política. El temor al fantasma era útil a los sectores agrarios y se oponía a la industrialización y a los intereses de la nación alemana. En aquellos momentos, la burguesía era la única clase económicamente revolucionaria, pero tampoco estaba madura políticamente, aunque sólo su ascenso podía permitir el avance del socialismo. Y si los socialistas querían alcanzar el poder a través del sistema electoral, dejaban de ser una alternativa radical al sistema. El futuro estaba dentro del Estado capitalista.[9] Y, por lo tanto,

también en una Bolsa fuerte. Contemporáneamente a sus trabajos sobre la Bolsa, Weber participa en las reuniones constituyentes del futuro partido encabezado por Friedrich Naumann, el National-Sozialer Verein, en el cual llegaría a ingresar, pese a sus objeciones de principio. En la conferencia que pronunció como contestación al programa presentado por Naumann (un programa de democratización del Estado y la economía, que intentaba integrar el movimiento de los trabajadores dentro del movimiento por la construcción del Estado nacional), expone estas ideas:

> Hay que tener esto en claro: hoy tienen ustedes sólo una opción: decidir cuál de los dos grupos de intereses enfrentados de las clases hoy dirigentes quieren defender, la burguesa o la agraria-feudal. Una política que no tiene esto en cuenta, es una utopía. Cualquier partido nuevo que aspire a ascender, ha de escoger entre favorecer el desarrollo burgués o apoyar inconscientemente la reacción feudal. Aunque ustedes no lo quieran, aunque crean trabajar por una tercera solución, poder llevar a cabo una política del cuarto estado, lo que ustedes lograrán siempre en realidad sólo será prestar apoyo a uno de estos dos intereses. Entre ambos deben ustedes elegir, y si su corazón está con el futuro del movimiento, deben elegir el desarrollo burgués capitalista. La socialdemocracia, enfrentándose a la burguesía, ha allanado el camino a la reacción (...) El nuevo partido debe ser un partido nacional de la libertad burguesa, pues es lo único que nos falta: falta una *democracia nacional.* (...) La política es un asunto duro, y quien quiera asumir la responsabilidad, intervenir en la dirección del desarrollo político de la patria, ha de tener nervios fuertes y no ser excesivamente sentimental, para poder hacer política real. Y quien quiera hacer política real, ante todo ha de estar despojado de ilusiones y reconocer un hecho que es el fundamental: la lucha eterna e inevitable del hombre contra el hombre sobre la tierra, tal como realmente se produce. Si no es así, no debe comprometerse a fundar un partido político (...).[10]

Frente a las tendencias socialistas, Weber adoptaba una postura crítica, de prevención y advertencia. Consideraba que para el movimiento de trabajadores nada podía ser más peligroso que una equivocación imprudente sobre el sentido y la fuerza vital de determinadas instituciones de la economía capitalista, entre ellas la Bolsa.[11] El fragmento evoca inmediatamente el discurso que pronunció un año antes, con ocasión del ingreso en la Universidad de Friburgo (la famosa *Antrittsrede* de 1895). El discurso, con su tono provocador y sus argumentaciones, sentó las bases del futuro programa del imperialismo liberal alemán:

> (...) Incluso bajo la apariencia de paz, la lucha económica entre las naciones prosigue su curso. Los campesinos y asalariados alemanes del este no son desplazados en una lucha abierta, sino en la vida diaria (...) Tampoco hay paz en la lucha económica por la existencia; sólo quien toma esta apariencia de paz por la verdad cree que habrá paz y alegría para nuestros descendientes. Pero ya lo sabemos: parece que la política económica es un conjunto de recetas para conseguir la «felicidad del mundo», que mejorar el «balance de felicidad» de la existencia humana es el único fin evidente de nuestro trabajo. Pero ya la misma gravedad del problema de la población nos impide ser eudemonistas, imaginar que en las entrañas del futuro hay paz y felicidad, y pensar que el espacio vital *(Ellenbogenraum)* puede ganarse sin la dura lucha del hombre contra el hombre (...) En la doctrina económica se han puesto en primer plano como parámetros, alternativamente, el problema técnicoeconómico de la producción de bienes y el problema de la distribución de los mismos, de la «justicia social», o se han identificado ambos de forma ingenua. Ambos se basaban en el reconocimiento de que una ciencia humana, y por lo tanto la doctrina económica, se ha de preguntar por la calidad de la vida humana. Pero no hemos de dejarnos engañar por una ilusión. La política económica, en tanto que ciencia explicativa y analítica, es *internacional.* Pero tan pronto como introduce *juicios de valor*, queda ligada a la visión de la humanidad que nosotros encontramos en nosotros mismos (...) Por lo tanto, la política económica de un Estado alemán, así como el parámetro de

valoración del economista teórico alemán, sólo pueden ser alemanes (...) Los procesos de desarrollo económico son también, en última instancia, luchas por el *poder*; los intereses de *poder* de la nación, cuando se ponen en cuestión, son los últimos intereses, y los decisivos, a cuyo servicio ha de ponerse la política económica. La ciencia de la política económica es una ciencia *política.* Es una servidora de la política, no de la política diaria de las clases y grupos que detentan el poder en un momento dado, sino de los intereses políticos permanentes de poder de la nación (...) y en este Estado nacional, para nosotros, el último parámetro de valoración, también económico, es la *Staatsraison*.[12]

Estas ideas se proyectaron, evidentemente, sobre sus estudios contemporáneos sobre las Bolsas. Veamos su génesis concreta.

En 1892, se designó una Comisión (la Börsenenquêtekommission) para tratar el tema de la reforma de las Bolsas y suministrar un informe para una futura Ley. La Comisión estaba integrada por 28 miembros, que eran políticos en activo, representantes de los sectores involucrados (agrarios, del comercio y la industria y de las Bolsas) y profesores especializados en la materia. Estuvo trabajando desde abril de 1892 hasta finales de 1893, y emitió propuestas para una futura Ley. Las sesiones no fueron públicas; la documentación reunida era extensísima. Se editaron 1.000 ejemplares de una parte de estos materiales; sólo un número limitado de ellos llegó a las librerías, y a un precio exorbitante. La edición, pese a su extensión, no incluía introducción alguna que hiciera más comprensible el material. Weber, reprochando la ausencia de publicidad de las sesiones, que había sido censurada desde muchos sectores, y la falta de un seguimiento periódico de las mismas a través de la prensa, escribe un artículo en la revista de los mercantilistas alemanes, la *Zeitschrift für Handelsrecht*, dirigida por Levin Goldschmidt, con el objeto de ofrecer una introducción general a toda aquella documentación, que pudiera ser útil al público. El artículo[13] cubre más de trescientas páginas muy condensadas y con información detallada sobre la regulación en los distintos países y las discusiones y propuestas de los miembros de la Comisión (sobre organización de las Bolsas, agencia y cotización de los cambios, negocio de comisión, admisión de valores a cotización y emisores, comercio a plazo y negocio diferencial). Escribió también un corto artículo sobre la función técnica del negocio a plazo.[14] La idea central que Weber quería destacar era la siguiente: El negocio a plazo, como la forma técnicamente más perfecta del comercio bursátil considerado en sí mismo, y como toda técnica, es neutral desde el punto de vista valorativo. Con ella pueden obtenerse resultados buenos o malos, todo depende de cómo sean las personas que de ella se sirven. Los abusos se producirían en una Bolsa abierta a todos, en particular con la participación en ella de los que carecen de crédito. Por lo tanto, esos abusos no se evitan prohibiendo el negocio a plazo, sino limitando la admisión de personas al tráfico bursátil. Weber remite al asentado carácter aristocrático de las Bolsas occidentales de mayor tradición. Aunque se eliminara el negocio a plazo, se estaría muy lejos de alcanzar el capitalismo, que se desarrolla básicamente bajo otra forma, la concentración bancaria.[15]

Sin embargo, poco después, la primera Ley de Bolsas de 1896 prohibió el comercio a plazo de cereales en la Bolsa, y la segunda Ley de Bolsas de 1908

mantuvo la prohibición.

El público ilustrado ya podía acceder a la documentación editada (y cara), a una extensa introducción a la misma, la escrita por Weber, y a la bibliografía jurídica especializada. Faltaba, como suele ocurrir, lo más necesario: explicar de forma clara y breve los términos del debate a la mayoría de no iniciados. Weber escribe este pequeño trabajo, de «diez centavos» (como la «ópera» de Bertolt Brecht), para ofrecer una información básica sobre la organización y el funcionamiento de las Bolsas. Lo dirige al movimiento de trabajadores. Informar presupone seleccionar la información a ofrecer, y el Weber político expresa también claramente su intención: combatir el prejuicio general que veía en la Bolsa una maquinación urdida para estafar a la gente honrada y trabajadora, y que, por lo tanto, inducía a considerar que lo mejor era destruirla como fuese. Dejemos que nos cuente la génesis del trabajo Marianne Weber, su mujer,[16] con la retórica a la moda:

El estilo de vida de Weber en Berlín preocupaba a veces a las mujeres (...). Cuando su mujer, unos meses más tarde, le expresó por carta preocupación por su exceso de trabajo y su estilo de vida poco sano, Weber la tranquiliza con unas explicaciones que dejan entrever que, a pesar de su extraordinario rendimiento, está nervioso y se ve sometido temporalmente a un esfuerzo inmoderado, y no se siente muy seguro (...) Pero sigue tensando el arco (...) y apremia ya algo nuevo: el estudio específico de la Bolsa. También será un experto en este campo. El Reichstag planea la «reforma de las Bolsas», se ha publicado una propuesta, Weber inicia una serie de artículos sobre el tema para la *Zeitschrift für Handelsrecht* de L. Goldschmidt, que se ocupan sobre todo del comercio a plazo. Al mismo tiempo, a petición de F. Naumann escribe para la Göttinger Arbeiterbibliothek una *Guía de las Bolsas y los Bancos por diez centavos*, cuya claridad permite también a los profanos comprender el papel de las bolsas y los bancos como órganos centrales de la economía. Allí pone en evidencia, entre otras cosas, que, incluso el comercio puramente especulativo, no solamente es útil para la comunidad privada, sino que cumple funciones de tanta importancia y utilidad corno la igualación de precios y la distribución de bienes.

Lo que a él le interesa, al igual que en la cuestión agraria, es el problema *político*: la acumulación de capitales en manos de los grandes bancos y de los grandes comerciantes no ha de atajarse *nacionalmente*, ya que para la nación significa acumular energía para la lucha que es la competencia económica. Una legislación moralizante, que reprima determinadas formas de negocios de especulación, en particular del comercio a plazo de cereales, por insistencia de los sectores agrarios, simplemente desplazaría el comercio a plazo de este artículo hacia el extranjero, reforzando el poder financiero exterior a costa de Alemania:

«Políticamente, no es indiferente que sea la Bolsa de Berlín o la de París quien ofrezca a potencias extranjeras necesitadas de dinero, como por ejemplo Italia y Rusia, las mejores oportunidades para colocar títulos de deuda. Y, para los intereses económicos internos, no es indiferente que sean los comerciantes nacionales o los extranjeros quienes dominen los mercados.»

«En tanto las naciones, aunque militarmente vivan en paz, sostengan una lucha económica implacable e inevitable por su existencia nacional y por el poder económico, a la realización de postulados puramente teóricos y morales le están trazadas estrechas fronteras, precisamente porque tampoco económicamente el desarme *unilateral* es posible. Una Bolsa fuerte no puede ser precisamente un club para la "cultura ética", y los capitales de los grandes bancos son tan poco "instituciones benéficas" como puedan serlo los fusiles y cañones. Para una política económica que aspire a alcanzar fines *en esta dirección*, aquéllos sólo pueden ser una cosa: *instrumentos de poder* en la lucha económica. Si la exigencia "ética", en el momento de conformar estas instituciones, redunda *también* en su provecho, la acogerá de buen grado. Pero, *en última instancia*, tiene el deber de velar para que fanáticos o apóstoles de la paz económica ajenos a este mundo no desarmen la nación.»[17]

En noviembre de 1896, poco después de la promulgación de la Ley de Bolsas de 1896, Weber escribió unos informes para la Comisión de Bolsas del Ministerio del Interior del Reich *(provisorischer Börsenausschuß im Reichsamt des Innern)*, que estaba encargada de analizar los efectos de la nueva Ley. Marianne Weber, su esposa, lo explica así:

> Dos años más tarde, en otoño de 1896, Weber fue invitado, junto con el especialista Lexis, a las discusiones de la Comisión de Bolsas, que tenía que ocuparse de los efectos de la nueva Ley. Se le encomendó la realización de un informe sobre las sesiones de esta Comisión, que se desarrollaban en el Bundesrat. Allí se reunían los magnates capitalistas y políticos que concurrían en el dominio de Alemania: los representantes de la gran industria y de las finanzas, frente a los latifundistas. A Weber le interesaba mucho sentar uno frente a otro a personajes cuya supremacía política y cuyos intereses económicos estaba ansioso por combatir desde hacía ya algunos años:
>
> «Nos reunimos en la sala de sesiones del Bundesrat; los tipos de la Bolsa han ocupado toda la mesa principal, donde se sitúa Prusia durante las sesiones. Los sectores agrarios han ocupado los puestos de algunos Estados de la Alemania central, y, despreciados por ambos, el colega Lexis y yo nos sentamos (...) lejos, en la esquina. La variedad más exquisita de los sectores agrarios —el conde Kanitz, el conde Schwerin— callan, y sólo replican oponiendo dificultades.» «La cosa se ha hecho ahora más viva, y también más interesante. Para mayor cólera de los sectores agrarios, ahora se me ha elegido para una Comisión en la cual he de informar, junto con el conde Kanitz y un grupo de tipos de la Bolsa, sobre el futuro del comercio alemán de cereales. Ya se han producido algunos enfrentamientos, muy vivos, con estos poderes. Y yo también me he peleado varias veces con estos elementos exaltados, pero hasta ahora el tono es tan cortés que no hay que temer que vayamos a matarnos a tiros de dos en dos. Tal como va hasta ahora, parece ser que he despertado satisfacción entre los millonarios; al menos, el desconocido consejero de comercio X. me estrecha la mano siempre tan efusivamente que me admira no encontrar un cheque de algunos cientos de miles de marcos debajo de mi cartapacio (...)» (20-11-96)[18]

El presente trabajo concreta las ideas políticas generales del *joven* Weber en el campo específico de la reforma bursátil. Además, ofrece una síntesis de las ideas básicas que desarrolló ampliamente en todos sus estudios sobre el tema: en primer lugar, defensa del comercio a plazo, frente a los argumentos de los sectores agrarios; en segundo lugar, establecimiento de limitaciones a la admisión de personas al tráfico bursátil, como única forma de mantener alejados a los especuladores-mariposa y de permitir la formación de unos usos racionales en los negocios, frente al eudemonismo de quienes abogaban por una Bolsa «libre» y «democrática»; finalmente, defensa de la misma institución bursátil, y apoyo a la construcción de una Bolsa fuerte, frente a las concepciones fundamentalistas de socialistas internacionalistas y pacifistas, que, por no ser practicables, reforzaban la reacción. Estas tres ideas se apoyaban en el viejo esquema de la lucha interminable del hombre contra el hombre, y de los Estados. La violencia no es sólo política: también se despliega en la economía. Y, en un estado de lucha eterna, la única conducta ética responsable consiste en luchar también, con las armas de la economía y con las armas de la política: la nación alemana, industrializada, tenía que luchar por un imperio más allá de sus fronteras. Descartado todo resabio ético fundamentalista, las instituciones políticas y económicas no son más que medios, armas, y la única solución a este estado de guerra es un pacto: un *acuerdo internacional* (también, por ejemplo, para prohibir el comercio a plazo de determinados bienes). Entretanto, la Bolsa, como el Estado y las demás

instituciones económicas, no será una institución «ética», ni un instrumento de bienestar social (aunque pueda promover cierto bienestar), sino un medio para la transformación industrial y la concentración y expansión económicas (que tendrá costes, causará bajas, como por ejemplo la bancarrota como consecuencia de la especulación), una forma de ampliación de la lucha política. Y esta lucha es un estado que no parece tener fin y al que únicamente se puede responder luchando también.

Hasta aquí, se trataba sólo de un estudio teórico con propuestas de política legislativa de alcance limitado. En aquel contexto histórico concreto, existía el peligro para Weber, y para alemanes y no alemanes, de reducir la realidad a una construcción teórica explicativa de algunos fenómenos de la misma, y derivar sólo de esta construcción prescripciones políticas de alcance normativo. Ante ello, el constante *pathos* weberiano de la «responsabilidad social» hallará salidas, pero sólo a un altísimo precio. Era también el *pathos* de la Alemania guillermina, llevado a sus últimas consecuencias. Su desenlace, la primera guerra de alcance mundial y los altos costes en vidas humanas, sí llevaron en cambio a las generaciones siguientes a hacer responsables a sus padres, no por no haberles legado un imperio fl oreciente, sino por la irresponsabilidad de los daños debidos a la estupidez humana. La ética de la responsabilidad como ética del poder, la ética de la libertad como ética del poder, desembocaron en la ética del poder a secas. No hay que perder esto de vista.

Actualmente, la editorial J. C. B. Mohr, de Tubinga, está publicando la *Obra completa (Gesamtausgabe)* de Max Weber, que pondrá fin a la dispersión y a las dificultades de acceso a su obra. El 5.° volumen de la *Obra Completa* estará dedicado íntegramente a la Bolsa. Incluirá el presente trabajo, el artículo publicado en los volúmenes 43, 44 y 45 de la *Zeitschrift für Handescrecht (ZHR)* y el artículo de la *Deutsche Juristen-Zeitung* sobre el comercio a plazo, los informes escritos para la Comisión de Bolsas y algunos artículos sobre la Bolsa, la Ley de Bolsas y los títulos-valor que escribió para un diccionario, el *Handwörterbuch der Staatswissenschaften*.[19] Serán, en total, unas 650 páginas. Su estudio de las Bolsas ya no puede pasar desapercibido.

Agradezco al Dr. Joan Estruch, de la Universidad Autónoma de Barcelona; al Dr. Karl Ludwig Ay, de la Bayerische Akademie der Wissenschaften de Munich; a las personas vinculadas a la Bolsa de Barcelona, y a la editorial J. C. B. Mohr de Tubinga las informaciones que amablemente me han facilitado.

CARME MADRENAS
Barcelona, febrero de 1987

I
FIN Y ORGANIZACIÓN EXTERNA DE LAS BOLSAS

Las páginas que siguen, así como el segundo capítulo, que examina las relaciones internas en la Bolsa y los negocios bursátiles, están destinados exclusivamente a dar una primera orientación a quienes son completamente ajenos a cuanto aquí se describe, y, por ello, tratan en lo posible de no dar nada por sobreentendido. Importa sólo que sirvan a este objetivo. Es por ello que, intencionadamente, se evita el formular juicios condenatorios definitivos. Y ello porque la falta de efectividad práctica de la crítica que ensayan amplias capas populares a la situación actual de las Bolsas, tiene su causa fundamental en una superficialidad sin límites, que busca los defectos allí donde sólo la incomprensión o la contraposición de intereses puede encontrarlos. Esta misma superficialidad ha sido también la culpable de la idea, francamente peligrosa, de que una institución absolutamente necesaria en cualquier organización social que no sea rígidamente socialista, como es la Bolsa, tenga que representar necesariamente, por su propia naturaleza, una suerte de club de conspiradores que, sirviéndose de fraudes y engaños, viven a las expensas del pueblo honrado y trabajador, y que, por ello, lo mejor sería destruirla, y (sobre todo) que sería posible hacerlo. Sin embargo, nada pone más gravemente en peligro un movimiento de trabajadores, como aquel al cual se dirigen ante todo estas líneas, como el pretender objetivos impracticables, enraizado en un desconocimiento de las relaciones reales.

* * *

La Bolsa es una creación del moderno tráfico comercial. Es absolutamente necesaria para la economía moderna, y ello por la misma razón por la que se ha desarrollado en general el moderno tráfico comercial. En tiempos remotos era tan poco necesaria, o incluso posible, como lo era el comercio moderno. ¿Por qué? Si seguimos al hombre en su trabajo hasta los tiempos más remotos, hallaremos el criterio más antiguo y natural por el cual producía bienes: para satisfacer sus propias necesidades. Con sus propias manos trataba de extraer el trabajo de la naturaleza, lo que necesitaba para alimentarse y para vestirse, para protegerse del frío y de las inclemencias del tiempo. Pero el individuo aislado nunca ha podido dominar la naturaleza por sí solo. Ya incluso para su misma supervivencia depende y ha dependido desde siempre de la comunidad con otros, igual que el niño depende del pecho de la madre. Pero la comunidad que él necesitaba no la eligió él, como tampoco el niño elige a su madre. Le fue dada con la vida, nació en el seno de esa comunidad: en la rígida asociación a una familia que, sometida al poder ilimitado de un patriarca, presentaba un aspecto muy distinto del de la nuestra actual. El gobierno de la casa abarcaba los hermanos, primos, cuñadas, hasta grados remotos, y los siervos de la casa privados de libertad —sometidos por la fuerza de la guerra o despojados de sus posesiones por el frío y la mortandad—; según la ley más antigua de la historia, si querían vivir, tenían que convertirse en vasallos de los vencedores y poseedores. Esta familia es la comunidad económica

más antigua. Producía los bienes con el trabajo común, y los consumía en comunidad. Consumía sólo lo que había producido, porque no tenía otra cosa que consumir, y producía sólo lo que quería consumir, porque no podía utilizar de otra manera lo sobrante.

Si esto lo comparamos con el carácter del actual proceso económico, aparece inmediatamente un gran contraste. Rige el principio inverso: el individuo singular no produce los bienes que él mismo quiere consumir, sino aquellos que según sus previsiones consumirán otros, y cada individuo no consume los productos de su propio trabajo, sino del ajeno. Es evidente que esta regla no es totalmente válida: no es válida para los colonizadores de las selvas vírgenes, ni para el agricultor que vive en la profundidad de reinos no cultivados, y es válida sólo limitadamente para nuestros pequeños campesinos, que viven en primer lugar de la cosecha de su propia tierra, y sólo venden el excedente. Pero rige con precisión para las actividades económicas modernas, frente a las más antiguas. El criterio con el cual el moderno empresario produce, y tiene que producir, no es el de si él mismo podrá necesitar los bienes, sino el de si dichos bienes hallarán compradores, es decir, si es probable que otros los necesiten.

Entre estos bruscos contrastes discurre el desarrollo histórico de los milenios, que disolvió las antiguas comunidades. Entrelazó la economía singular dentro de una comunidad de intercambio con un círculo en constante expansión hacia otras economías, un círculo que la era moderna aspira a ampliar a la totalidad de las culturas de los pueblos. Y, por otro lado, amplió la fracción de bienes que no consumía por sí sola la economía que los había producido, y que cedía a otros. Y aquí entra en acción el *comercio*.

Junto a la simple producción física de bienes, y al trabajo físico necesario para ello, para cubrir la necesidad a la que han de servir dichos bienes, todavía es necesaria otra cosa: han de llevarse hasta quien pueda y quiera consumirlos, y hacerlo en el momento preciso. Para ello, el medio del intercambio de bienes está a disposición del actual orden social, y aquella actividad que media en el intercambio de bienes es el comercio. La antigua comunidad familiar patriarcal no lo necesitaba, ya que consumía básicamente sólo lo que producía, y a la inversa. El intercambio empezó sólo con el despertar de la necesidad de artículos de lujo. Utensilios metálicos, ámbar, metales preciosos y tejidos valiosos son los objetos más antiguos del comercio. Este comercio quedaba en manos del comerciante ambulante. Sin estatuto jurídico, por ser un extraño en las tierras, y contemplado con un temor supersticioso, aquel hombre aborrecido, y a la vez imprescindible, se mantuvo bajo la protección de los dioses, de manera similar a como en el antiguo Oriente las serpientes venenosas recibían adoración. Con el tiempo, las relaciones se hicieron más regulares, y junto al comerciante ambulante aparecieron los grandes mercados periódicos, tal como los encontramos aún hoy en Asia Menor. También aquí, los que comercian, por su origen, son extranjeros entre sí. La internacionalidad veló la cuna del capital comercial. En el interior de la comunidad de miembros de una misma tribu, y entre ellos mismos, el comercio era tan poco conocido como el pago de intereses. Las semillas y los instrumentos de labranza se

tomaban prestados sin remuneración alguna, como sucede aún hoy en remotas aldeas alejadas de la ciudad; «entre hermanos» no existía ningún precio de los bienes determinado según la oferta y la demanda. Esta contraposición se mantuvo incluso cuando, con la aparición del cultivo regular de la tierra, el lugar de la gran economía familiar de las tribus nómadas y las estirpes lo ocupó la economía de campesinos que vivían de forma independiente, en aldeas y caseríos cercanos entre sí. Esto cambió con el nacimiento de las *ciudades*, al introducirse en las viejas comunidades un tráfico puramente negocial, que significó el primer paso hacia su descomposición. Junto a los mercados internacionales en los que se comerciaban los artículos de lujo procedentes del extranjero, aparecieron los mercados regulares de las ciudades, en los cuales los productores rurales de comestibles y los productores urbanos de bienes industriales se encontraban e intercambiaban sus mercancías. Esta economía, por lo tanto, conoció y necesitó el intercambio como un elemento regular. Pero la fracción de bienes que el individuo singular llevaba al mercado, de entre todos los que producía, seguía siendo pequeña: el industrial urbano, además de artesano, seguía siendo casi siempre también agricultor (colono); el campesino consumía la mayor parte de sus productos, y sólo el excedente llegaba al mercado. No obstante, junto al artesanado, que trabajaba para el abastecimiento de la ciudad y de la comarca que se extendía a unas pocas leguas a la redonda, apareció muy pronto otro elemento en las ciudades. El comerciante ambulante y extraño en las tierras fue sustituido y desplazado por los *comerciantes autóctonos* y establecidos, quienes, manteniendo vínculos comerciales regulares, compraban fuera mercancías que la industria local no producía. Apareció el comercio profesional de importación, y aparecieron también grandes industrias que vendían al exterior el excedente de la producción local, como exportadoras. Para ello se necesitaban considerables recursos, y conocimiento de los mercados extranjeros, y de ambas cosas carecían los artesanos. Un capitalista se puso a su disposición como «empresario» *(Verleger)*:[1] les compraba sus productos y los comercializaba; ellos necesitaban de él, y puesto que él sabía también dónde conseguir la materia prima al por mayor más barata, también se la suministró, y puso como condición el que, en adelante, trabajaran sólo para él. El maestro artesano se había convertido en un industrial a domicilio dependiente: el primer paso hacia la fábrica moderna. Con ello quedaban formados los embriones del moderno desarrollo. Pero sólo como embriones, ya que el comercio seguía siendo predominantemente un intercambio de objetos especialmente valiosos. Para hacernos hoy una idea, deberíamos imaginar que los objetos del intercambio comercial son preferentemente, por ejemplo, el champán, los tejidos de seda y artículos similares, que consumen las clases poseedoras. En la realidad, una mirada a la panorámica del comercio actual de cualquier gran Estado muestra que son otros artículos, los «artículos de masas», los que representan grandes sumas: cereales (Inglaterra no tendría pan si el extranjero no le suministrara anualmente grano por valor de un billón); carbón y hierro (Italia, sólo con los recursos de su propia tierra, no tendría ni carbón en el horno ni herramientas de hierro); algodón (no puede confeccionarse ninguna prenda de

vestir como las que lleva el moderno trabajador europeo sin el abastecimiento del mercado con hilo o algodón en rama de allende los mares). Pero en la economía en la cual se recolecta el algodón, no se hila ni se teje el hilo de algodón, y el propietario de la mina que manda extraer el hierro no forja el mineral; la mina de carbón consume por sí sola únicamente una parte insignificante del carbón, y, en cuanto a los cereales, se calcula también que más de la mitad del total de la potente producción mundial la consumen personas distintas a las que cultivan la tierra, y más de un quinto se intercambia entre las naciones. *La Bolsa* sirve al gigantesco intercambio de tales bienes. Es un mercado moderno, un lugar en el cual, en reuniones regulares —diarias en las grandes Bolsas—, se cierran negocios de compra. ¿En qué se distingue de lo que usualmente se denomina mercado? Tomemos el opuesto más radical, un pequeño mercado local de víveres de una ciudad rural. En este mercado, el campesino normalmente vende mercancías que él mismo ha producido, y que están allí en la plaza, a un comprador que las paga al momento y quiere consumirlas. En la Bolsa, se concluye un negocio sobre una mercancía que no está presente, porque a menudo aún se encuentra en camino, o incluso se ha de producir, entre un comprador, que normalmente no la quiere conservar para sí, sino transmitirla obteniendo un beneficio (si es posible, antes de comprarla y pagarla), y un vendedor, que normalmente no la tiene aún, ni en la mayoría de los casos la produce él, sino que sólo quiere comprarla para obtener un beneficio. El cereal que se negocia en la Bolsa en un día determinado en buena parte está aún almacenado en los graneros de América del Norte, o navega por el océano, y del comprador ha de ir a parar en su momento a los molinos, y de éstos a los panaderos. En un pequeño mercado comercian sólo o casi sólo los productores y los consumidores entre sí. En la Bolsa comercian sólo o casi sólo comerciantes. A pesar de estas diferencias, la Bolsa y el mercado son iguales en esencia, porque sirven a un fin similar. Ambos son lugares en los que se han de encontrar la «oferta» y la «demanda» de una mercancía. Partamos otra vez del supuesto del pequeño mercado: a un lado están los campesinos, que tienen productos del campo para vender (oferta), y quieren comprar artículos de los artesanos de la ciudad (demanda); en el otro, los consumidores de la ciudad, que tienen que comprar alimentos (demanda), y los artesanos, que tienen que vender sus trabajos (oferta). Estas manos tendidas han de poder encontrarse, y para ello es indispensable el mercado. La Bolsa tiene la misma finalidad. Sólo que su alcance es infinitamente mayor. La Bolsa es el mercado de los modernos artículos de consumo de masas, en el cual se organiza continuamente una poderosa oferta y, en correlación con ella, una igualmente poderosa demanda. Con ello guarda relación también una diferencia concreta en la forma de proceder en la Bolsa, frente al mercado. Si quiero comprar una casa, no quiero una casa en general, sino que compro una muy concreta y específica, y quiero obtener la entrega de ésta, y ninguna otra, aunque tenga el mismo valor. Si compro pescados que quiero comer, antes quiero examinar por lo menos si valen lo que cuestan, y es por ello que se encuentran en el mercado. En cambio, si una compañía de cereales quiere comprar al por mayor 1.000 quintales de una determinada clase de cereales que cree que

utilizará, algo como lo anterior no es posible, normalmente, ni tampoco necesario. En general, a ella le importa sólo recibir aquella cantidad concreta de cereal, de una determinada clase y calidad prefijadas, ya sea conforme a la muestra exhibida, ya se trate de una calidad corriente en el comercio, y por ello provista de una denominación concreta. Por lo tanto, se pactan la clase y calidad y el vendedor no lleva primero la mercancía a la plaza y la vende después, sino que normalmente procede a la inversa: primero vende («al descubierto», como se suele decir), y luego, dentro del plazo contractualmente estipulado, trata de conseguir la mercancía que necesita para el cumplimiento del contrato. Al llegar el plazo, la entrega: si se corresponde con la calidad convenida, el comprador, o aquel a quien éste la haya revendido, la recibe; si no es así, la rehúsa por no ser conforme con el contrato (no «de recibo»). Así ocurre con todos los artículos que se negocian en la Bolsa. Si una casa comercial alemana necesita una suma en billetes rusos para pagar una deuda en Rusia, no tiene interés en unos billetes determinados, como el que compra una casa o un determinado caballo de montar, sino que cualquier billete en rublos, mientras sea auténtico, le sirve por igual: los negocios bursátiles recaen normalmente sobre cosas «fungibles» (ésta es la expresión), es decir, sobre aquellas en que no importa la entrega de determinados objetos singulares, sino del *quantum* convenido, de la clase y calidad estipuladas.

Observemos ahora primero más de cerca las mercancías que suelen constituir el objeto del tráfico en la Bolsa. Se las suele dividir en dos grandes grupos: productos o mercancías en sentido estricto, por una parte, y divisas, letras de cambio, efectos y valores, es decir, títulos-valores de naturaleza diversa, sobre la cual se tratará enseguida, por otra parte; de acuerdo con ello se distingue la «Bolsa de mercaderías» de la «Bolsa de valores». La distinción no tiene más importancia que la que pueda tener, por ejemplo, la distinción entre el mercado de pescado, el de carne y el de verduras. Ambas pueden encontrarse en el mismo lugar, y estar organizadas conjuntamente, como por ejemplo en Berlín y Hamburgo, o pueden encontrarse en distintos lugares, como ocurre en París y Londres. Las dos secciones básicas pueden estar a su vez divididas, por ejemplo la Bolsa de valores en una Bolsa para letras de cambio y otra para otros títulos-valores, como en Londres, y la Bolsa de mercaderías en mercados específicos para cereales, azúcar, hierro, manteca de cerdo, etc., como ocurre a menudo en América. Finalmente, en cada Bolsa no se negocian en modo alguno todas o muchas de las mercancías y títulos «negociables en Bolsa», sino a menudo sólo, o en su mayor parte, las que se producen en la región en la que está situada, o las que se importan o exportan por el puerto comercial más cercano, como el mercado de pescado en las ciudades costeras. Así, en Essen, en la cuenca carbonífera del oeste alemán, existe una Bolsa en la cual se negocia sólo carbón y participaciones mineras, y en Magdeburgo, que se encuentra situada en el centro de la provincia de Sajonia, cultivadora de remolacha azucarera, una en que se negocia azúcar. El tráfico de los artículos comerciales más importantes se concentra en las grandes Bolsas centrales.

En la *Bolsa de mercaderías* encontramos en primer lugar cereales y productos agrícolas de todo tipo, junto a sus derivados directos, especialmente harina. En

Alemania, el mayor mercado de esta clase, después de la Bolsa de Berlín, es Mannheim, hasta donde es transportado por vía fl uvial, Rin arriba, el cereal de ultramar. Hallamos también azúcar (los mayores mercados son, junto con Berlín, Magdeburgo, como ya se ha dicho, y Hamburgo —puertos de exportación—), alcohol (Berlín y Hamburgo, puertos de exportación, comparten el mercado), petróleo (Bremen, puerto de importación, lo comparte con Berlín), algodón (lo mismo), hilo de lana, y especialmente hilo de estambre (Leipzig, centro de producción, juega un papel considerable), café (Hamburgo, puerto de importación, es la mayor plaza comercial), carbón y hierro (los mercados de las regiones occidentales de producción tienen una importancia decisiva), y muchos otros artículos de menor importancia, cuya enumeración nos llevaría demasiado lejos. En el *comercio de valores*, el tráfico se concentra naturalmente en los lugares que son sede de los grandes bancos: en Alemania, junto a Berlín, sólo tienen gran importancia Frankfurt del Main y Hamburgo.

Debemos observar más de cerca los objetos que se compran y venden en la Bolsa de valores.

Allí se negocian divisas y títulos-valores que reciben nuestros industriales y comerciantes como pagos del extranjero, y que emplean para efectuar pagos al extranjero. En esto se incluyen las monedas y los billetes de Estados extranjeros (sobre todo los billetes de Rusia), pero también entra aquí uno de los objetos más antiguos del comercio bursátil, la *letra de cambio.* ¿Qué es?

Por su forma exterior, no se aprecia lo que significa jurídicamente. La forma más importante de la letra, el llamado «giro» *(«Tratte»)* o letra «girada», aparece como una orden dada por ejemplo por un comerciante de Berlín llamado Schulze, dirigida por ejemplo a un comerciante Smith de Londres, para que pague una determinada suma en un día determinado a un tercero, el señor Müller de Berlín, o a la «orden» del mismo, es decir, a aquel a quien Müller hubiera transmitido válidamente la letra.[*] Jurídicamente, no significa otra cosa sino que Schulze promete a Müller, y a la «orden» del mismo, responder de que Smith pagará la suma determinada en el momento fijado, y su finalidad práctica más importante —aquella por la cual ya fue utilizada hace aproximadamente setecientos años— es la siguiente: Schulze de Berlín es exportador, ha vendido mercancías alemanas a Londres, al importador inglés Smith, y ahora tiene que cobrar el precio de compra (pongamos 100 libras). Müller de Berlín es importador. Ha comprado e importado mercancías inglesas de un exportador inglés de Londres, Jones, y por lo tanto le debe el precio de compra (para mayor claridad, supongamos también 100 libras). El tráfico recíproco entre Alemania e Inglaterra se eleva a un valor de cientos de millones de marcos anuales, existen miles de cada uno de los cuatro tipos de personajes que hemos denominado Schulze, Smith, Müller y Jones. Si los precios de compra se pagaran todos en metálico, deberían llevarse de un lado a otro increíbles sumas de dinero —varios miles de quintales en oro—, y ello provocaría unos costes disparatados, expondría el dinero al riesgo de la mar, y lo privaría de utilización mientras durara el viaje. Por ello, se procede del modo siguiente: Schulze de Berlín, que ha de recibir dinero de Smith de Londres, «gira» una letra

por 100 libras «contra» Smith, es decir, le ordena que pague a Müller o a la «orden» del mismo. Entrega esta letra a Müller de Berlín, el cual ha de pagar dinero a Jones de Londres, y con ello se obliga a responder ante Müller de que Smith le pagará a él o a la persona que esté a su orden. Müller le paga por ella las 100 libras,[*] y remite la letra a su acreedor Jones de Londres, designándolo en la letra como a su «orden». Esta anotación que se hace sobre la letra se denomina «giro» o «endoso».[2] Jones de Londres cobra el importe de la letra de Smith de Londres, y con el pago recibe su dinero; Schulze ha recibido el suyo de Müller, como precio de compra por la entrega de la letra: se ha «liquidado» la operación.[**] Ahora todos los Schulze (acreedores de deudores ingleses, es decir, vendedores de letras «contra» Londres) y los Müller (deudores de acreedores ingleses, es decir, compradores de letras «contra» Londres) de nuestro ejemplo, se reúnen en el gran mercado en el que hay siempre grandes sumas «contra» Londres para comprar y vender: en la Bolsa de letras de cambio. Sólo allí pueden encontrarse con seguridad. Las transacciones comerciales con los restantes países con los que intercambiamos bienes, se efectúan de este mismo modo. El comercio de letras contra Londres, París, Petersburgo, Nueva York, etc., discurre sin interrupción, y por formidables sumas, y este comercio es indispensable. Por unos 3 billones de marcos en monedas y billetes que están en circulación en Alemania, circulan anualmente más de 13 billones en letras.

El segundo objeto más antiguo del comercio en la Bolsa de valores son los *valores (Fonds)* en sentido estricto:[3] los títulos de deuda del Estado, y los de los municipios y otras corporaciones públicas, análogos a aquéllos.

Es bien sabido que hoy, casi sin excepción, el Estado y los municipios contraen deudas: el Reich y los Estados alemanes tienen en su conjunto cerca de 8 billones y medio de marcos de deudas del Estado, Inglaterra, 15 billones de marcos, sin contar sus colonias, Francia, 20 billones, y los intereses de estas deudas han de pagarse a los acreedores del Estado. Hoy, el endeudamiento de un Estado no es de por sí una desgracia, ni un signo de mala administración o de falta de riqueza. Si un Estado compra o construye un gran ferrocarril, pongamos por 50 millones de marcos, no sería justo ni razonable que recaudara esta cantidad mediante un impuesto, en proporción, por ejemplo, en Alemania, de 1 marco por habitante. El ferrocarril no sólo sirve y es útil a la presente generación, y el ministro de Finanzas actual no es el único que se llena el bolsillo con los ingresos sacados de allí. Por lo tanto, es justo que por ello hagamos pagar impuestos también a nuestros sucesores. Esto se hace pidiendo prestado el dinero, pagando los intereses, y devolviéndolo poco a poco con los impuestos, en espacios de tiempo largos. De este modo, la correspondiente carga impositiva se distribuye entre el presente y el futuro. De otro modo, Prusia, por ejemplo, quizá hubiera tenido que cubrir los 5 billones que desembolsó en diez años por la adquisión de ferrocarriles, con unos impuestos especiales de 500 millones anuales, lo cual hubiera constituido un intento necio e imposible. Algo distinto, y un supuesto de mala administración, es el caso de que un Estado pida continuamente dinero prestado para cubrir necesidades que se reproducen constantemente; por ejemplo, para el pago de sus

funcionarios y de su ejército. Entonces, el Estado desplaza, de la generación actual a la que viene detrás, cargas que la primera debe soportar por sí sola, administra con un déficit que deberán pagar los descendientes. El préstamo del dinero que hace falta para cubrir aquellas necesidades estatales, lo consigue el Estado con la venta de títulos de deuda (y de modo similar obran los departamentos, municipios, etc.) en los que el Estado promete pagar unos determinados intereses (3, 3,5 o 4 por ciento, etc., de la suma adeudada) en determinados plazos (por ejemplo, el 1 de enero y el 1 de julio) a quien en aquel momento concreto se presente y acredite ser portador del título.* Quien adquiere conforme a Derecho (mediante compra, etc.) la posesión del título de deuda, se convierte entonces en acreedor del Estado. El deudor (Estado, municipio, etc.), o bien promete pagar la deuda de acuerdo con un plan determinado, de tal manera que cada año se rescata y paga («amortiza») una porción de números de los títulos, o bien se reserva solamente el derecho de cancelarlos, pero no contrae ningún deber correlativo; así ocurre con nuestros empréstitos del Reich y de Prusia (son las llamadas «deudas consolidadas»). El Estado (o los municipios, etc., respectivamente) puede obrar así porque los poseedores de los títulos de deuda no desean obtener la devolución de su dinero, sino que sólo quieren cobrar los intereses. Son miembros de las clases poseedoras, que de este modo «colocan su patrimonio», es decir, se aseguran el derecho a la percepción de un tributo de aquellos que están gravados con los intereses, aquí los contribuyentes del Estado o del municipio, quienes mediante los impuestos cubren los intereses de la deuda del Estado o del municipio. Y lo mismo ocurre con las *obligaciones* que emiten los ferrocarriles o los empresarios fabriles. Krupp, por ejemplo, emitió hace poco 24 millones en títulos de deuda para la compra de una fábrica competidora, y los ferrocarriles y las sociedades por acciones emiten títulos de forma masiva. Aquí, los intereses los pagan los usuarios del ferrocarril con el transporte, y los compradores de mercancías con el precio, porque una parte de lo que ingresa la empresa no fl uye finalmente al empresario en forma de beneficio, ni a los trabajadores como salario, sino a los que tienen derecho al tributo. Aquéllos quedan gravados con «impuestos» para costear el interés del capital.

Estos modernos deberes de tributación son producto de un largo desarrollo. Antiguamente, el interés era signo de la ausencia de libertad. «Entre hermanos» no se prestaba a cambio de interés. Lo tomaba el conquistador extranjero (de las personas, como renta personal, o de la tierra, como renta del suelo) o el señor de las tierras, al arrendarlas a los desposeídos y, por consiguiente, no plenamente libres. La posesión de tierras es la fuente más antigua de derechos al pago de intereses. Hoy también sigue siendo una fuente; así lo testifican sobre todo los precios de alquiler en las ciudades. Pero hoy es más poderoso aquel otro señor de tributos. Su característica es ser impersonal. El campesino que pagaba rentas tributaba a un señor de la tierra que ejercía sobre él un dominio personal, y al cual él conocía. Hoy, el poseedor de títulos que devengan intereses no conoce a aquel cuyos ingresos se gravan para él, y el poseedor de bienes que recibe prestado dinero de un banco hipotecario a cambio de hipotecar su finca, no conoce a los que prestan este dinero al banco, y que reciben a cambio «cédulas hipotecarias», es

decir, documentos que devengan intereses, por las cuales el conjunto de los inmuebles ya gravados, y que obligan al banco al pago de intereses, quedan ulteriormente hipotecados. Lo característico de estos deberes de tributación actuales es la *impersonalidad* de las relaciones entre acreedores y deudores de intereses. Por ello se habla del dominio «del capital», y no del de los capitalistas. Pero ¿quiénes son los poseedores de estos títulos, a los cuales se vincula el derecho a cobrar intereses? Esto depende de la estructura social y de la distribución del patrimonio en cada pueblo en concreto, y hay que cuidarse de creer que han de estar necesariamente vinculados a una estrecha capa social de «holgazanes que recortan cupones». En Francia, por ejemplo, la posesión de títulos de deuda del Estado y de títulos similares alcanza hasta capas populares que en nuestro país nunca llegan a ver estos títulos. Ello tiene su razón de ser, en parte, en la subsistencia de una capa mucho más amplia que en nuestro país de un campesinado aún acaudalado, pero indiscutiblemente también en la limitación del número de hijos, corriente entre los franceses («sistema de dos hijos»), que impide la disgregación del patrimonio por partición de la herencia, aunque por otra parte lleva consigo sin duda un peligro de graves daños a las costumbres.[*] En Alemania, se calcula que por unos 11 millones de familias, con 50 millones de miembros, aproximadamente unos 10 millones de personas poseen cartillas de ahorro, entre 2,5 y 4 millones cobran de alguna forma intereses por el capital, y de éstas, de 1,5 a 2 millones los perciben en forma de intereses de títulos-valores o «dividendos». Acabamos de mencionar así la segunda forma básica de retribución del capital, los *dividendos.* Debemos examinarlos también algo más de cerca. Las *acciones* y los valores similares a ellas (participaciones mineras —*Kuxe*—; participaciones en un buque —*Schiffsparten*—, etc.) tienen un carácter distinto al de las obligaciones examinadas hasta ahora, que representaban derechos de los *acreedores.* Significan derechos de *participación* en una empresa (un ferrocarril, una fábrica, etc.). Su origen histórico consiste en que los asociados a los que pertenece en común una sociedad minera *(Geweiken)*,[4] se dedican personalmente a la explotación de los minerales con el trabajo común, o los navieros copropietarios de un buque *(Reeder)* realizan todos o una parte de ellos personalmente el viaje. Más tarde, cuando la posesión de un gran buque, o la explotación metódica de una mina, exigieron reunir cuantiosos medios, los poseedores se fueron separando de los trabajadores (ahora, trabajadores asalariados). Hoy, sólo los asociados partícipes deciden sobre las incidencias de la explotación; cada uno recibe proporcionalmente, por la participación minera, los ingresos que superan el salario por el trabajo y los demás gastos necesarios para la explotación de la mina; dichos ingresos se reparten como beneficios *(Ausbeute)*; cuando no cubren los gastos, cada asociado ha de pagar proporcionalmente las pérdidas *(Zubuße)*, o renunciar a su participación en favor de los demás.[*]

Algo distintas son las cosas en la *sociedad por acciones*, una forma de unión de capitalistas que al principio se utilizó ampliamente en Alemania para la construcción y explotación del ferrocarril, pero que desde entonces encuentra aplicación en empresas de todo tipo. El socio, «accionista», paga por su

participación sólo *una determinada suma*, normalmente en metálico. Por lo tanto, en caso de pérdidas, no está obligado a desembolsos adicionales, como lo está el asociado. La suma de estas aportaciones la emplea el consejo de administración de la sociedad (elegido normalmente por la «junta general» de los accionistas), por ejemplo, para la construcción de un ferrocarril o la adquisición de una fábrica, etc., que luego es gestionada por el consejo de administración, por cuenta de los accionistas. O uno de los socios de la nueva sociedad «en fase de fundación» transmite la fábrica que él gestionó hasta entonces como «aportación no dineraria», por la cual, una vez valorada, recibe un número determinado de participaciones, es decir, acciones, mientras los demás desembolsan dinero por ellas. Si la sociedad necesita más dinero y no quiere admitir a nuevos accionistas —emitir nuevas acciones—, crea deuda. En particular, puede hacerlo emitiendo «obligaciones» que devengan intereses. Los que no son expertos pueden confundirlas fácilmente con las acciones. Las acciones también se asemejan externamente a un título de deuda, ya que cada una de ellas expresa un importe en dinero, por ejemplo, 1.000 marcos. Pero esto no significa, como en el caso de las obligaciones, que el accionista sea acreedor y pueda exigir a alguien estos 1.000 marcos, sino sólo que ha entregado a la sociedad este importe en dinero o en otras aportaciones, es decir, que ha pagado este tanto en dinero al contado, o que, por ejemplo, la fábrica que aportó le ha sido valorada por esta suma. Mientras la sociedad exista, sólo puede exigir su participación en el reparto de los beneficios, su dividendo, y esto, naturalmente, sólo cuando la sociedad haya obtenido un beneficio, es decir, cuando haya aumentado su patrimonio desde la última rendición de cuentas («balance»). Además, tiene una participación proporcional en su patrimonio, y por lo tanto, cuando la sociedad se disuelve («liquida»), recibe dicha participación, que puede importar más o menos de aquellos 1.000 marcos, o incluso nada en absoluto, según que la sociedad haya tenido hasta entonces beneficios o pérdidas, o que acaso después del pago de las deudas que ha contraído no haya quedado nada o aún menos que nada, deudas no satisfechas. Y ello porque, así como al comerciante individual, cuando cierra su negocio, después de pagar a sus acreedores sólo le queda un resto del patrimonio, así también la sociedad de los accionistas, antes de poder reservarse algo para sí misma, primero ha de satisfacer a sus acreedores. Por ello, las obligaciones de la sociedad por acciones son créditos preferentes *(Prioritäten)*[5] respecto de las acciones, ya que los derechos de los acreedores se satisfacen antes que los de los accionistas. Ahora bien, para que les quede algo a los acreedores, a las sociedades por acciones les está legalmente prohibido reducir su patrimonio, repartiendo a los accionistas beneficios ficticios, por debajo de la cifra de capital social, es decir, de aquella suma de valor que se ha constituido con los desembolsos y las aportaciones de los accionistas. Si se han emitido 100 acciones de más de 1.000 marcos cada una, esto significa que por cada acción se ha reunido por lo menos un valor de 1.000 marcos, en dinero o en otras aportaciones, y globalmente por lo menos un valor de 100.000. Por lo tanto, cuando en el momento del balance se calcule el patrimonio de la sociedad, por ejemplo el inmueble de la fábrica y las máquinas, etc., las

existencias de mercancías, los créditos, dinero, etc., todo ello valorado en dinero —el «activo»—, y luego se descuenten las deudas —el «pasivo»—, ha de resultar un saldo positivo del activo sobre el pasivo de por lo menos 100.000 marcos. En caso contrario, la sociedad ha sufrido pérdidas, y sólo cuando el patrimonio exceda de 100.000 marcos, puede repartirse este saldo como dividendos. Esta norma puede contravenirse fácilmente haciendo en el balance una valoración falsa (demasiado alta) de los elementos del patrimonio, y despertar erróneamente una apariencia de cobertura del capital fundacional, para repartir dividendos sin razón, a pesar de que no se ha obtenido beneficio alguno, y para que las acciones parezcan de alto valor y los compradores las paguen caras.[*] Con frecuencia, durante la «época de las fundaciones» *(Gründerzeit)*,[6] hace veinte años, ocurrió que los «fundadores», o sea, los primeros accionistas, si eran bancos poco serios que deseaban colocar cuanto antes sus acciones entre el público, y en lo posible por encima de su verdadero valor, pagaron demasiado por las fábricas, etc., que pasaron a la sociedad por acciones al haberse puesto de acuerdo con los anteriores propietarios. Todo esto lo facilita el carácter, aquí también, «impersonal» del capital. El accionista singular no tiene que intervenir en la dirección de los negocios; cuando una mina o una fábrica se gestionan mediante una sociedad por acciones, aquél no tiene ninguna relación con los trabajadores, ellos lo conocen a él tan poco como él a ellos. No examina los libros, sino que sólo recibe en la junta general los informes que le presenta el consejo de administración; la mayoría de los accionistas se da casi siempre por satisfecha, y tampoco aparece por allí ni una sola vez. Las participaciones son (normalmente) transmisibles mediante la simple entrega del título (de la acción), y pasan de mano en mano: los accionistas tampoco se conocen entre sí. y sin embargo, son los cotitulares de la misma empresa, y para estos accionistas cambiantes trabajan a veces miles de trabajadores, a los que no tratan nunca en la vida. Sobre su situación, ellos, los verdaderos empresarios (ya que el «director» que asume la gestión es sólo un representante), no tienen casi ninguna influencia, y de ella, aun sin ser necesariamente hombres sin escrúpulos, por regla general difícilmente se sentirán responsables. Esta forma de empresa se está extendiendo con fuerza, y hoy, por regla general, es totalmente indispensable para las grandes industrias, que necesitan de medios cuantiosos, ya que las acumulaciones de patrimonio en una sola mano, como en el caso de Krupp y Stumm, son raras excepciones. Para industrias de tales dimensiones, los recursos necesarios han de reunirse más bien mediante aportaciones de un gran número de personas, que no se encuentran en situación de dedicar a la industria su colaboración personal, y que tampoco sabrían hacerlo en absoluto, sino que sólo tienen interés en cobrar un tributo en forma de dividendos. Y también aquí debe uno cuidarse de creer que los poseedores de acciones deben buscarse necesariamente ante todo en los círculos de los «grandes capitalistas». En Inglaterra, los trabajadores también poseen acciones; en nuestro país, y siendo nuestros recursos mucho más escasos, existe precisamente el peligro de que demasiadas acciones corran por las manos de gentes que no tienen mucho que perder, pero que, sin embargo, son atraídas por los altos dividendos ocasionales

cuando leen, oyen o reciben otro tipo de propaganda de los mismos, y que creen que por el hecho de que en la acción figura por ejemplo «1.000 marcos», es seguro que alguien va a responderles de que recibirán el reembolso de estos 1.000 marcos de alguna parte y en cualquier momento.

Éstas son las formas principales de las mercancías peculiares que constituyen el objeto del tráfico en la «Bolsa de valores». Se aprecia que son *derechos al cobro de un tributo* documentados, y que la organización moderna de la economía conduce a la aparición y puesta en circulación de un número cada vez mayor de ellos. Por ejemplo, el ingeniero de una central eléctrica contribuye con su trabajo a obtener la producción de los dividendos, de los cuales el apoderado de una fábrica de papel participa quizá como accionista. Dicho ingeniero posee tal vez acciones de esta fábrica de papel, de tal manera que, inversamente, también el trabajo del apoderado queda sujeto a tributación para él. Y tal vez ambos poseen títulos del Estado, y por lo tanto gravan con tributos al conjunto de los contribuyentes, incluidos aquellos que, por su parte, no poseen este género de derechos al tributo, los «desposeídos». Bajo el actual orden económico, un tal deber recíproco de tributación existiría también si nos imaginásemos que todos poseen patrimonio en una cuantía igual o similar: entonces, todos tributarían a todos; hoy, en cambio, todos lo hacen a una parte, a los poseedores. Un deber recíproco de tributación no es por sí mismo signo necesario del enfrentamiento de unos pocos señores con derecho al tributo y muchos obligados a pagar tributos. La existencia del interés y de los dividendos, por sí misma, es más bien sólo un producto más de la moderna economía de cambio, que está construida sobre la característica de que cada uno sigue existiendo por el producto del trabajo de los demás, y trabaja para cubrir las necesidades de los demás. El gran señor de la época carolingia, que mandaba elaborar cuanto necesitaba, sin excepción (hilados, tejidos, instrumentos de hierro, etc.), con sus bienes y con sus siervos dedicados al trabajo manual, él y sus súbditos sí que estaban aún legitimados para decir: «nosotros, los habitantes de estas tierras, vivimos con el producto de nuestro trabajo, de nuestro suelo, y sólo de éste, y nadie más vive de él». El moderno latifundista —aun el mayor— ya no puede, con sus trabajadores, afirmar lo mismo: establos y viviendas los construyeron forasteros con un material de fuera, los instrumentos de labranza han sido comprados, el mismo suelo ya no es la tierra en la que crecen naturalmente los cultivos, sino que está enriquecida con abonos químicos, potasas, fosfatos, etc., productos del trabajo ajeno. Este trabajo ajeno ha de ser retribuido, y lo es, efectivamente, y en nuestra actual organización lo es en forma de una «renta del capital», de interés que cobra el acreedor hipotecario que prestó el dinero. Por ejemplo, la caja de ahorros administra el dinero de las cuentas de los pequeños ahorradores, pagándoles intereses, y con él concede préstamos garantizados con hipotecas inmobiliarias. De este modo, el señor de la tierra paga intereses a los proletarios; la mayoría de las veces, paga intereses a los habitantes de las ciudades. Él cosecha los cereales de la tierra, pero ya no se asienta sobre un territorio franco, sino que se encuentra ligado y entrelazado a la comunidad económica del mundo exterior. Y aún lo está mucho más el fabricante que hace

elaborar a «sus» trabajadores las materias primas que produjeron otros, para cuya compra a menudo pide prestado dinero, y que luego está pendiente de que otros puedan necesitarlas y quieran pagarle lo bastante por ellas. Es humano que sostenga que el producto es su producto, el beneficio su beneficio, la fábrica su fábrica, y que, puesto que él es un hombre libre, es absurdo que alguien pretenda inmiscuirse en ello, aunque sea el Estado. En realidad, este alguien es la comunidad, cuyo trabajo él necesita; el valor creado por él sólo constituye una fracción insignificante del contenido de «su» producto; y de nuevo es la comunidad quien, necesitada de mercancías de la clase que él lleva al mercado, da la orden que le asigna un lugar de trabajo, que él acepta, y a la que debe obedecer si quiere «ganar» algo.

Una organización socialista ataría a todos los particulares con un hilo, y haría confluir todos los hilos en la mano de una dirección central, que dirigiría a cada particular hacia allí donde cree poder utilizarlo, en la medida de su conocimiento, de la manera más racional. La organización actual ata a cada uno con innumerables hilos a innumerables otros. Cada uno tira de la red de hilos para llegar al puesto que desea; y en el que cree encontrarse en su lugar, aun cuando sea un gigante y coja con la mano muchos hilos, será arrastrado por los demás hasta allí donde en aquel momento haya un lugar disponible para él.

Pero volvamos a nuestro tema.

Constantemente aparecen nuevas necesidades de los Estados, municipios, terratenientes, sociedades fabriles y ferroviarias, de tomar prestado dinero a cambio de la venta de títulos portadores de intereses o de dividendos. Por otro lado, continuamente aparecen numerosas personas que se encuentran en situación de poder invertir en ellos su dinero. Una parte cada vez mayor del patrimonio nacional se expresará en dichos derechos al tributo, y será puesta en circulación. El patrimonio nacional alemán, es decir, la suma de los bienes de Alemania que proporcionan un beneficio de cualquier clase, valorado en dinero, se calcula en unos 180 billones de marcos, y, según los cálculos existentes hasta hoy, probablemente 3/7 del mismo consistan en derechos que devengan intereses o dividendos, hipotecas, acciones y obligaciones de toda clase. Anualmente, se ahorra aproximadamente 1 billón de marcos más, y se pone a disposición de la inversión. La Bolsa de valores constituye el mercado donde se ofrece y se compra más de la mitad de estas gigantescas sumas —todas aquellas que han adoptado la forma de los títulos-valores descritos más arriba—, igual que los alimentos en los mercados de productos alimenticios. Se pueden apreciar así simultáneamente la necesidad absoluta y las dimensiones colosales de este mercado.

¿Cómo está organizado este mercado, la Bolsa de mercaderías, de letras y de valores, en su aspecto externo? Las Bolsas más antiguas, las de los Países Bajos en el siglo xv, eran simplemente reuniones internacionales de comerciantes, que viajaban allí y vendían sus mercancías. Sin embargo, el viaje de los comerciantes cayó paulatinamente en desuso, por ser un derroche de tiempo. Las órdenes de compra y venta se enviaron por correspondencia a la plaza en que se encontraba la Bolsa, como aún sucede hoy, y se formó una clase de comerciantes que del

cumplimiento de estas órdenes hicieron una profesión, y que además comerciaban ellos mismos en la Bolsa por cuenta propia: un estamento de *comerciantes profesionales de Bolsa.* Desde entonces ellos reúnen en sus manos las operaciones comerciales de la Bolsa. y esto sencillamente porque sólo ellos conocen el mercado, lo tratan diariamente año tras año, y saben de antemano, o por lo menos pueden suponer, qué mercancías y títulos serán previsiblemente los más solicitados o los más baratos. Es por esto, y no porque la ley les conceda privilegios, que ocupan una posición asimilable a un monopolio, ya que cualquier otra persona, aun cuando se dirija a la Bolsa y se le permita participar en el tráfico (por ejemplo, en París y en Hamburgo cualquiera sin excepción tiene acceso a la Bolsa), se sentirá dejada de la mano de Dios, pues difícilmente sabrá sacar provecho de las operaciones, llegando, a lo más, a enterarse de la forma puramente externa de cerrar negocios. Este mercado es más complicado que un mercado semanal ordinario; es un mercado gigantesco, mucho más complejo cuanto más grande es. En general, quien no es un comerciante profesional de la Bolsa, cuando quiere comprar o vender en la Bolsa, necesita dirigirse a un comerciante de Bolsa que cierre el negocio como «comisionista» por su cuenta. El comerciante de Bolsa exige por ello un precio, de un modo u otro; cómo, lo examinaremos en el siguiente capítulo.

Las Bolsas más antiguas eran asambleas en una plaza abierta, a veces cercada con vallas. Casi todas estas asambleas, más tarde, y todas, hoy, tienen lugar en grandes salas cerradas. Desde siempre fue necesario un órgano encargado de mantener la disciplina del mercado. También hoy es así, en todas se nombran comisarios que mantienen el orden. Junto a él, la antigua organización del mercado y de la Bolsa conoció además otro órgano (y la mayor parte de las Bolsas, entre ellas las alemanas, lo conoce todavía), cuyo fin especial era el de llegar con la máxima prontitud a la conclusión de los negocios: los «agentes mediadores» *(Makler)*.[7] La diferencia frente a los comisionistas era la siguiente (cómo se ha modificado esto, lo examinaremos más tarde, en el próximo capítulo): el comisionista cierra el negocio por sí solo, como mandatario, y liquida luego con su mandante, transmitiéndole las mercancías compradas contra reembolso de los gastos y de la comisión (por ejemplo, 1, 1/2, 1/8 por ciento del importe); es aquel por mediación del cual, quienes se encuentran fuera de la Bolsa participan en el comercio que en ella se desarrolla. En cambio, el agente es sólo un mediador, y lo es (normalmente) sólo entre los que frecuentan la Bolsa y en la misma Bolsa. Recibe del comerciante de Bolsa (que quiere realizar un negocio para sí, o para alguien de fuera, como comisionista) la orden, por ejemplo, de indicarle a alguien que quiera comprar 100 acciones de una determinada sociedad, o 100 quintales de trigo, y pagar por ello por lo menos X marcos. Su tarea es encontrar a uno, y cuando lo ha encontrado, transmitirle la propuesta (la oferta) y recibir la declaración de que ésta ha sido aceptada. Del negocio así realizado, que él primero anota en un libro, entrega a cada una de las partes un certificado en los mismos términos, la llamada «nota de negociación» *(Schlußnote)*,[*] y luego recibe el corretaje corriente (por ejemplo, 1, 1/2, etc., por mil del importe) normalmente de

cada una de las partes por mitad, como retribución a su esfuerzo. Por lo tanto, él es en esencia el instrumento que acerca los brazos tendidos de la oferta y la demanda, de tal manera que puedan alcanzarse. Es absolutamente necesario porque, de no existir, para la gran mayoría de los visitantes de la Bolsa —y en las grandes Bolsas operan varios miles—, la probabilidad de que los dispuestos a vender y a comprar se encontraran sería reducida, y en todo caso exigiría muchísimo tiempo. Pero el valor monetario del tiempo ha crecido enormemente en el comercio desde hace siglos. El agente singular media casi siempre —ya lo veremos más en detalle— en negocios sobre uno o varios objetos concretos (por ejemplo, en acciones de la Diskonto-Gesellschaft de Berlín);[8] uno sabe a qué agente debe dirigirse cuando quiere realizar un negocio sobre dicho objeto, y por sus manos se canaliza por lo tanto toda la oferta y la demanda que accede al mercado.

De esta forma, la Bolsa, igual que el mercado, procura que compradores y vendedores puedan encontrarse. Sin embargo, ésta no es la única razón de su importancia. El campesino que lleva sus productos a la pequeña ciudad rural, también se dirige al mercado, y no a las puertas de las casas de los vecinos que quizá podrían necesitarlos, y no sólo porque esto supondría un enorme desperdicio de tiempo. Los lleva al mercado, sobre todo, porque en él espera obtener el precio más elevado posible. El comprador se encuentra allí con todos o con la mayoría de los vendedores, y el vendedor con los compradores, y ambos pueden darse cuenta enseguida de si algún otro de los presentes les ofrece mejores condiciones que aquel con el cual están negociando. Por efecto de la «concurrencia», así creada, de los interesados entre sí, en el mercado se comprarán y venderán en general mercancías de la misma clase y calidad, con escasas diferencias, aproximadamente a los mismos precios. El mismo papel desempeña la Bolsa, sólo que en ella el precio que se forma en un momento dado para un objeto de determinada clase y calidad —la «cotización bursátil» del día o de la hora— tiene un significado de mayor alcance. En las columnas de los periódicos que publican diariamente los precios pagados en la Bolsa de mercaderías de Berlín por los cereales, alcohol, etc., fijan la vista los comerciantes de cereales, alcohol, etc., y los agricultores de toda la Alemania oriental. El comerciante de cereales hace sus cálculos: «El precio por tonelada (1.000 kilogramos) de cereales es de X marcos; por lo tanto, voy a poder vender cereales aproximadamente por este precio. El transporte por ferrocarril hasta Berlín cuesta Y marcos. Si quiero ganar Z marcos por tonelada, puedo pagar a mis clientes como máximo X menos y menos Z marcos». Por ello, le dice al agricultor que le ofrece sus cereales: «Estoy dispuesto a pagar tanto y tanto (lo mismo, menos Y + Z), dada la cotización de hoy en Berlín para los cereales». De esta forma se vende la mayor parte de la cosecha de cereales de la Alemania oriental, y se compra a los productores la casi totalidad del alcohol allí destilado. Para ellos, la cotización de la Bolsa y su nivel es una cuestión vital. Si la Bolsa no existiera, no tendrían ningún medio de controlar de forma aproximada qué beneficio obtiene el comerciante del cereal que les compra, y quedarían a merced de su voluntad. Las columnas de los periódicos que reproducen las cotizaciones de títulos de deuda del Estado, acciones, etc., las consulta también el

poseedor de tales títulos, para cerciorarse del valor que se atribuye en la Bolsa a los que él posee. Compra ante todo títulos que tienen acceso a la Bolsa, y casi nunca presta su dinero directamente a un hombre de negocios o a un agricultor solventes cualesquiera, que puedan necesitarlo y le paguen intereses. Y ello porque, primero, es pura casualidad que encuentre a uno en aquel momento. Pero, sobre todo, porque no puede obtener de él la devolución en cualquier momento, sino que tiene que esperar hasta que la deuda sea exigible; y aunque podría «ceder» (es decir, transmitir) el crédito a otro que quisiera comprarlo y pagar dinero por él, es muy difícil saber si va a encontrar a alguien así, y lo que éste estará dispuesto a pagarle. En cambio, en el caso de un título que se negocia regularmente en la Bolsa, está seguro de que en cualquier momento en que necesite su dinero, encontrará a un comprador en la Bolsa aproximadamente por el precio que puede consultar en el periódico. Las cifras del boletín de cotización son para él un termómetro en el que diariamente ve por cuánto le es dado valorar su patrimonio.

En estos factores, sobre todo, se basa la extraordinaria importancia que han alcanzado las Bolsas para la economía; hoy han empezado a ser sus reguladoras y organizadoras, lo serán cada vez más, y también tendrán que seguir siéndolo mientras el actual orden social se mantenga aunque sólo sea en una forma algo similar. Al mismo tiempo se observa también la enorme importancia que tiene el hecho de que la formación y fijación del precio («cotización») en la Bolsa se realice de manera formal y correcta. Todas las Bolsas han adoptado medidas para la determinación de los precios que se pagan cada día por las mercancías y títulos negociados en ellas. Casi todas, y especialmente la mayor Bolsa alemana, la de Berlín, publican un «boletín de cotización» oficial, generalmente con la cooperación de los agentes que han mediado en la conclusión de los negocios, cuyo contenido reproducen luego los periódicos. Cómo se verifican estas cotizaciones, y de qué forma y entre qué personas se desarrolla en la Bolsa el tráfico negocial del cual son resultado, lo examinaremos en particular en el próximo capítulo.

Las largas líneas de cifras al final de los periódicos, que el lector pasa por alto si no es un capitalista o un hombre de negocios, no sólo tienen importancia para los capitalistas y para los hombres de negocios; la forma en que se modifican las secas cifras en el transcurso de los años, significan prosperidad y ruina de sectores enteros de la producción, de cuya subsistencia depende hoy la fortuna y la miseria de miles de seres.

Vemos que la estructura básica y las instituciones de las Bolsas han de ser de tipo similar en lo esencial, porque el fin de las Bolsas es en todas partes el mismo.

A pesar de esta similitud básica en los fines esenciales, la organización de las Bolsas en los distintos países presenta diferencias altamente sorprendentes; sus formas principales vamos a examinarlas sucintamente mediante ejemplos.

Las mayores *Bolsas inglesas* y *americanas* —no todas, pero sí las más importantes— tienen el carácter de clubs privados de los comerciantes profesionales de Bolsa. Normalmente, las Bolsas de valores y de mercaderías están

separadas entre sí, y éstas a su vez a menudo divididas en más Bolsas especiales. Cada una constituye una asociación que se autoadministra, y que normalmente decide por sí misma, como corporación, a quién quiere admitir en su seno. Las plazas singulares en la Bolsa son transmisibles por herencia y por contrato, como antes en general y hoy todavía en parte los cargos de la Iglesia en nuestro país, y cuestan sumas muy considerables; sólo quien ha adquirido una plaza y es admitido en la asociación, puede participar directamente en el tráfico bursátil; todos los demás, si quieren concluir negocios, han de servirse de uno de los admitidos, como comisionista —*broker*.*

Para poder ingresar en una de estas asociaciones de comerciantes de Bolsa, no sólo se ha de adquirir la plaza, sino que normalmente la asociación exige además una considerable fianza, para que, quien haga negocios con el recién entrante, tenga también la seguridad de que estará en situación de hacer frente a sus obligaciones.** Por lo tanto, aquí la Bolsa está organizada abiertamente como un monopolio de los ricos; los comerciantes profesionales se han hecho ellos solos poderosos, en forma de gremio del comercio; ellos solos fijan los usos, es decir, las condiciones bajo las cuales, de una vez por todas, se consideran concluidos los negocios en la Bolsa; ni el Estado ni nadie puede inmiscuirse. Constituyen una especie de «aristocracia de dinero» del comercio bursátil.

Aparentemente, en el extremo opuesto se sitúa la mayor Bolsa francesa, la *Bolsa de valores de París.* Aquí no existe ninguna asociación cerrada de comerciantes de Bolsa, todo el mundo tiene acceso inmediato, como a un mercado abierto, y —¡si alguien le concede crédito!— puede participar en el comercio. De vez en cuando, se ve a trabajadores en bata azul que vuelven a vender en la Bolsa los títulos de deuda del Estado que habían adquirido. El comercio bursátil está organizado democráticamente en su forma externa, como el Estado. Pero esto tiene sus límites. Precisamente, la Bolsa de valores francesa fue desde siempre una institución *política*, que el Estado puso a su servicio para fines políticos, y en cuya organización, de acuerdo con ello, intervino según su voluntad. Así, en las siete mayores Bolsas de valores francesas, y en particular en la de París, encontramos la institución del *parquet*, o sea, una asociación privilegiada de agentes autorizados por el Ministerio, *agents de change.* Según la ley, sólo estos agentes tienen derecho a mediar en negocios en la Bolsa a cambio de la retribución corriente (el corretaje); quien necesita un agente, ha de dirigirse a uno de ellos, y, como ya se ha dicho, en nueve de cada diez casos, quien quiere hacer un negocio y encontrar para ello rápidamente a alguien, ha de servirse de un agente. Tienen por lo tanto el monopolio de la mediación en los negocios, y con ello les quedan asegurados ingresos de enorme volumen. Para todo el ingente tráfico de la Bolsa de París, existen sólo sesenta de tales agentes concesionarios. y dado que cada uno de dichos agentes, cuando se jubila, tiene derecho a proponer él mismo a su sucesor, es decir, a transmitir su concesión (de manera similar a los boticarios en nuestro país, por ejemplo), de hecho las plazas son enajenables, y hoy por una se pagan aproximadamente 2 millones de francos. Cada agente ha de depositar además una caución de 250.000 francos. Estos agentes monopolistas son millonarios, por lo

tanto.[*] Por sus manos discurre una parte muy importante (aproximadamente la mitad) de todos los negocios de la Bolsa de valores. Ocupan un lugar dentro de un recinto rodeado de barreras, y la diferencia respecto de las grandes Bolsas inglesas y americanas es por lo tanto sólo que aquí no todo el tráfico bursátil, sino únicamente su núcleo interno, el último eslabón entre compradores y vendedores, constituye el monopolio de un grupo privilegiado de personas.

Las *Bolsas alemanas* parecen distintas entre sí. Si tomamos las mayores, las de Berlín, Hamburgo y Frankfurt, vemos primero que las Bolsas están reunidas en el mismo lugar para todo tipo de negocios —sobre mercaderías y sobre valores—, están concentradas, lo cual no ocurre normalmente ni en Francia ni en Inglaterra. Dentro del edificio de la Bolsa, se separan naturalmente los mercados singulares. Así, en Berlín, los negocios sobre mercaderías se realizan en el más posterior de los tres grandes recintos de la sala de la Bolsa y, dentro de la Bolsa de valores, los grandes títulos singulares (billetes rusos, acciones de la Diskonto-Gesellschaft, etc.) ocupan a su vez un lugar concreto, en el cual suelen negociarse. Vista más de cerca, la Bolsa de Hamburgo parece además distinta de las prusianas. La Bolsa de Hamburgo es un mercado cubierto. «El conjunto del público masculino[9] y honrado» puede visitarla; si alguien la encuentra en el camino, la utiliza como paso. Los buques y los comerciantes extranjeros que se encuentran de viaje la visitan y concluyen allí negocios de transporte y de otros tipos. Como visitantes fijos, encontramos, junto a los comerciantes profesionales de Bolsa, que hacen negocios bien para sí, bien para otros, como comisionistas, a los agentes mediadores *(Makler).* Pero no existen en modo alguno intermediarios preferentes del estilo de los agentes parisinos; todos pueden ejercer libremente la industria de la agencia debiendo someterse sólo a los deberes generales de todo agente —la llevanza de determinados libros, en los cuales anota los negocios en los que ha mediado, la expedición de las notas de negociación, etc.—. Aquí por lo tanto se aplica de forma consecuente el principio del «libre mercado». La Cámara de Comercio, una representación de los comerciantes establecida por el Estado, solamente tiene la dirección externa. Un término medio peculiar entre las corporaciones bursátiles estrictamente cerradas de Inglaterra y América, y la situación en Hamburgo, lo constituyen las Bolsas prusianas, y en particular la *Bolsa de Berlín.* Las Bolsas prusianas han sido establecidas por concesión del Estado, y se hallan bajo la dirección de las Cámaras de Comercio, es decir, de los órganos de representación de los grandes comerciantes, en Berlín, de los Älteste der Kaufmannschaft, que son asimilables a aquéllos.[10] Ellos deciden en última instancia sobre los usos que son normativos para los negocios, y nombran (en general) los órganos que han de mantener el orden externo en las Bolsas —comisarios de la Bolsa y diputados— y, además, tribunales arbitrales para resolver los conflictos que voluntariamente se lleven ante ellos (para ciertas cuestiones litigiosas, que aquí no es necesario especificar, las partes quedan obligadas, según las condiciones del negocio, a someterse a la decisión de estos tribunales arbitrales). La Bolsa no es una asociación cerrada, pero tampoco todos tienen acceso, sino que para ello se necesita poseer una tarjeta de entrada. Ésta se

concede, sin embargo, mediante pago de una tasa no muy elevada, a todo nacional que acredita fehacientemente que quiere visitar la Bolsa con el fin de comerciar, y que es recomendado para su ingreso por miembros de la Bolsa —una recomendación que no obliga a nada a quien la hace, y que por lo tanto puede obtener cualquiera, sin excepción—. De vez en cuando, se expulsa a gente que altera el orden, injuria a miembros de la Bolsa o dispersa rumores falsos, y a los insolventes; pero en nuestra Bolsa no existe una disciplina del rigor de las inglesas. Incluso los quebrados, normalmente vuelven a obtener la entrada después de algún tiempo. Los recursos coactivos de las juntas sindicales *(Börsenvörstände)* son pequeños. Contra los comerciantes no existen penas distintas a la exclusión temporal.[*]

Junto a los comerciantes profesionales, a los representantes de los bancos y a los comisionistas, en las Bolsas prusianas encontramos también a los *agentes mediadores*. Nuestra Bolsa adopta también con respecto a ellos una postura intermedia, entre los agentes concesionarios de París y la libertad total de la industria de la agencia en Hamburgo. Cualquiera puede ejercer la industria de la agencia, y existen numerosos agentes libres, cuyas operaciones comerciales quedan tan poco sometidas a control como las de los agentes de Hamburgo. Pero los *agentes jurados (vereidigte Makler)*, ratificados por los Gobiernos a propuesta de los órganos de gobierno de las Bolsas, ocupan una posición especial. No gozan como intermediarios de ningún tipo de privilegio, y en particular no son los únicos autorizados para la mediación, a diferencia de los agentes de París; uno puede dirigirse, según sus preferencias, a un agente jurado o no. Si prescindimos de privilegios sin importancia en caso de ventas forzosas, etc., sólo ocupan una posición privilegiada en la Bolsa de valores en tanto que son los únicos consultados para la fijación de las cotizaciones diarias de los títulos concretos. En principio —aunque no siempre en la realidad—, para la determinación y cotización de los precios ofrecidos, exigidos y pagados, se tienen en cuenta sólo las conclusiones de los negocios en las cuales ellos han mediado.[*] Pero, como ya veremos, el que cierra un negocio muchas veces tiene interés en que dicho negocio se tenga en cuenta para la fijación del precio bursátil. Esto ocurre, por ejemplo, sobre todo en el caso de los comisionistas, porque los clientes controlan desde fuera, por el periódico, si su comisionista les liquida el precio correcto —es decir, el determinado y cotizado en Bolsa—. Ellos, por lo tanto, necesitan, en mayor o menor medida, de los agentes jurados, por regla general —no para toda clase de negocios, como veremos más adelante—. Por lo demás, estos últimos aventajan a los demás agentes sólo en deberes: por encima de todo, no deben hacer negocios en nombre o por cuenta propios, ni constituirse en garantes de las operaciones en las que intervienen.[**,11] En nuestro país, el ejercicio de la industria de la agencia no exige por lo tanto poseer un patrimonio como el del agente parisino. Por el contrario, no es raro que comerciantes insolventes sean nombrados agentes, para volver a «ascender» en tal condición. Tampoco corresponde creer que el estamento de los comerciantes profesionales de Bolsa sea en general, entre nosotros, un estamento de gente rica. Al contrario, puede decirse que las

diferencias patrimoniales entre los comerciantes de Bolsa se encuentran precisamente entre las más bruscas que puede haber en un estamento. En este sentido, se trata de una sociedad extraordinariamente mezclada, que va desde los representantes de los grandes bancos, que tienen tras de sí capitales de 50 millones de marcos y más, hasta el más pobre y miserable ladrón que se gana la vida día a día con las pequeñas diferencias de precios con las que especula. De vez en cuando, en la Bolsa se «ganan» grandes patrimonios, la mayoría de las veces, claro está, hinchando desmesuradamente patrimonios ya grandes de por sí, por medio de un derroche de tensión nerviosa que no sirve para transformar la vida de un especulador en modo alguno de forma tan envidiable como para que ello justifique dañar la de muchos. Pero no debe creerse que el comerciante de Bolsa lleva siempre el bastón de mando de la riqueza en la mochila. A consecuencia de estas enormes diferencias, el estamento de los comerciantes de Bolsa no constituye entre nosotros en modo alguno una clase tan unitaria (comparativamente) como la de los miembros de las grandes corporaciones bursátiles inglesas. Esto es negativo en más de un aspecto.

Quien se encuentra fuera de la Bolsa se inclina fácilmente en su juicio a dar mayor peso al hecho de que en el juego de la Bolsa pueden obtenerse no pocas veces beneficios como de lotería, relativamente «sin esfuerzo», mientras que pueden perderse los ahorros de una larga y tenaz laboriosidad, y que a este juego inducen los agentes y los anuncios de casas comisionistas desacreditadas, gentes a quienes no incumbe ni el menor grado de participación en el comercio bursátil. Las propuestas que ha hecho la Comisión de Bolsas *(Börsenenquetekommission)* que se ha estado reuniendo durante los dos últimos años para estudiar la situación de las Bolsas, pretenden, con razón, penalizar la inducción al juego bursátil antieconómico e imprudente, por la forma de la especulación, y declarar los negocios jurídicamente nulos. Si con medidas de este tipo (algunas de las que pueden entrar en consideración, las trataremos en el próximo capítulo) se puede impedir la explotación del público, de los particulares, y evitar de forma efectiva la participación en el negocio bursátil de comerciantes incompetentes, extraños al comercio bursátil profesional, entonces tales medidas deben adoptarse. Uno debe, por cierto, cuidarse de confundir a los agitadores más vehementes con los críticos más acreditados; sobre todo, determinados círculos políticos que se encuentran al frente de cada campaña contra la Bolsa, saben demasiado bien de qué se trata, y no desdeñan las ganancias allí obtenidas, al tiempo que pagan a disgusto las pérdidas. Lamentablemente, tampoco cabe valorar con mucho optimismo la posibilidad de mantener al público alejado de las especulaciones.

Ante todo, debe sólo subrayarse que es imposible que el punto de vista esencial desde el cual deben considerarse política y sociopolíticamente la Bolsa y sus daños, sea el de la garantía, bajo cualesquiera circunstancias, de la posesión de su patrimonio a aquellos, que «no serán todos», que quieren arriesgarlo en la Bolsa. Por el contrario, en atención a la función totalmente indispensable que ha de cumplir la Bolsa en la vida económica, es de distinta y mayor importancia la cuestión, 1.°), de si la Bolsa cumple hoy en general, a pesar de aquellos excesos, las

funciones económicas que le corresponden —a esta cuestión, sólo podremos aproximarnos en el siguiente capítulo—. En cambio, aquí ya podemos entrar en una cuestión previa, que es decisiva en concreto; 2.°), en la cuestión de si los grupos de personas en cuyas manos se depositan estas funciones en nuestra actual organización bursátil, pueden, por sus características, ofrecer las garantías necesarias. Esta cuestión es más importante que las quejas por prácticas fraudulentas concretas. Veremos además (en el próximo capítulo) que en la Bolsa no existen formas negociales ni manipulaciones que, a causa de su forma, sean *por sí mismas* «rectas» o «no rectas», sino sólo hombres de negocios «rectos» o «no rectos» que se sirven de dichas formas. *De las personas depende.* Por ello, no existe de por sí contra los abusos ninguna medida de mayor importancia que la introducción de un *Tribunal de honor* compuesto por miembros de la categoría, como el que propone la Comisión de Bolsas, que someta a examen la praxis negocial de los miembros de la misma cuando se formulen quejas, y, si hay lugar a ello, dicte penas contra el honor, eventualmente la exclusión de la Bolsa. Pero un Tribunal de honor efectivo presupone que exista un concepto común y homogéneo del honor dentro del estamento. Entre nosotros, sin duda, no es éste el caso, ni puede serlo, dada la organización de nuestra Bolsa, que abre las puertas a todos sin distinción. Ante todo, los visitantes de la Bolsa son radicalmente distintos por su situación patrimonial y por sus opiniones; no existe entre ellos una equiparación personal, ni siquiera aproximada. La Bolsa de valores de Londres está organizada de forma más «plutocrática» (plutocracia = dominio de la riqueza, del capital), ya que, como vimos, exige considerables aportaciones patrimoniales y cauciones, como precondición del acceso al comercio bursátil. Aunque nuestra Bolsa garantice también la entrada a los que prácticamente carecen de recursos, no por ello debe creerse que entre nosotros queda reducida la supremacía de los grandes capitales en la Bolsa. No se trata en lo más mínimo de eso; al contrario: entre nosotros, dicha supremacía también se hace efectiva, sólo que de una forma más encubierta, y por ello bajo una presión mucho más débil del sentido de responsabilidad. El gran capitalista, puesto en cuestión, remite a los numerosos «elementos desleales» que participan en el comercio bursátil. Ahora bien, dichos elementos, evidentemente, no se encuentran sólo en las capas sociales de comerciantes de Bolsa con menos recursos, ya que la honradez de carácter con nada tiene tan poco que ver como con la cantidad de dinero que cada uno tiene en el bolsillo. Sólo una cosa es segura: hoy, sólo las «manos duras», es decir, los grandes capitales, pueden desempeñar las funciones a las que sirve el comercio bursátil. La concentración de grandes capitales en las manos de los bancos, que tanto se lamenta, dentro de ciertos límites, es absolutamente necesaria para nuestra actual organización económica. El pequeño especulador, que trata de obtener una ganancia de las pequeñas diferencias de precios, y que hace de la Bolsa un lugar en donde capturar un patrimonio que no posee, no cumple ningún fin económico; lo que a él le llega como ganancia, lo paga la economía de forma totalmente innecesaria a un parásito. Más adelante, ya veremos los graves peligros para el patrimonio nacional que pueden introducir a veces los capitalistas en la

Bolsa, y también si se puede hacer algo, y qué, para limitar dichos peligros. Pero mientras que su concurso es totalmente indispensable, y una economía nacional que careciera de poderes concentrados de capital no haría más que caer en la dependencia de capitalistas *extranjeros*, el pequeño especulador de la Bolsa es un hombre que emplearía su trabajo de forma más útil en cualquier otra actividad. Y que, sobre todo, impide la aparición de una clase de comerciantes de Bolsa más homogénea por su preparación, educación y condición sociales generales, que esté en situación de formar en su seno Tribunales de honor con la energía necesaria para generar efectos educativos, y cuyos fallos sean respetados. Nunca se conseguirá que se preste atención a las decisiones de una Corte de honor salida de la elección de una mezcolanza como la que constituye hoy nuestro público de la Bolsa; falta ya el mismo presupuesto: un concepto del honor unitario. Mi opinión personal,* que formulo aquí con toda reserva, porque creo que con razón se me podría seguir preguntando, se expresa por ello al vuelo: la *probidad* es el almidón de toda organización social; en nuestra Bolsa, y en cualquier Bolsa, domina *de hecho* el bolsillo más grande, y tampoco puede ser de otro modo. Por ello, es preferible cederle el terreno también *formalmente*, y dificultar el acceso a la Bolsa exigiendo mayores garantías pecuniarias; con ello no se refuerza la posición de los grandes capitales, sino que al fin se hace posible un control, y la aparición de criterios unitarios sobre lo que es negocialmente honesto en la Bolsa y lo que no. Ante esto, moverá incrédulamente la cabeza quien considere a los comerciantes de Bolsa como tales como un club de conspiradores contra los frutos del trabajo ajeno. A él debe decírsele que no los conoce. Se trata de procurar a los elementos de indudable probidad que este estamento tiene, como cualquier otro, la posibilidad de hacer efectivos sus criterios en mayor medida que hasta ahora; y entonces, sólo es posible preguntarse si una organización de la Bolsa que sea más similar a la inglesa, constituye un medio adecuado para ello. Actualmente, me inclino a responder afirmativamente a esta cuestión. La Bolsa es monopolio de los ricos, nada es más insensato que ocultar este hecho admitiendo a especuladores sin recursos, y por lo tanto sin poder, y con ello dar al gran capital la posibilidad de eludir la responsabilidad, atribuyéndosela a aquéllos.*

Se podría esperar alcanzar fines similares mediante un enérgico *control estatal.* En Prusia, ahora, está sancionada legalmente la posibilidad de una intervención bastante ilimitada del ministro de Comercio. Por lo tanto, todo depende de cómo se ejercitase dicho control. En Austria existe un comisario estatal, que apenas ha podido hacer algo hasta hoy. Si se establece un Tribunal de honor en la Bolsa, será deseable disponer un comisario estatal como acusador, del género del fiscal; en cambio, entregar la misma jurisdicción a manos distintas de las de los miembros de la categoría, posiblemente sería un error. Si no se puede contar con el triunfo de la concepción más elevada posible de la honestidad comercial dentro del mismo estamento, entonces la entera institución es una comedia, y mejor no se representa. Se ha propuesto también hacer participar en las sesiones a los comisarios estatales, al lado de los órganos directivos de las Bolsas —Älteste der Kaufmannschaft, Börsenkommissariate, etc.—. En este caso, no se trata tanto de

controles como de poder formular propuestas por parte del Estado, y negociarlas con los representantes de los comerciantes. No excluimos de entrada un procedimiento de este tipo. Cierto que con todo ello no se ha logrado algo decisivo: un control del tráfico. Dicho control se supone mucho más fácil de lo que realmente es. En un mercado de bienes de consumo, se pueden disponer algunos vigilantes que controlen la adulteración de productos alimenticios, la falsificación de pesos, etc. Lo que análogamente quiera conseguirse enviando a la Bolsa, durante los horarios de negociación, tantos y tan inteligentes comisarios estatales como para que controlen los fraudes, es difícil decirlo. *Un control general sobre la Bolsa no es más que una palabra vacía, y esto hay que tenerlo en cuenta; se trata de decidir qué fenómenos concretos deben y pueden controlarse, o regularse, mediante una intervención legislativa; qué negocios, por ejemplo, y entre qué tipo de personas, deben y pueden prohibirse.*[*]

II
EL TRÁFICO BURSÁTIL*

La Bolsa es un mercado en el cual se cierran negocios de compraventa de mercancías al por mayor, divisas, letras de cambio y títulos-valores, entre comerciantes profesionales. Quienes quieren comprar o vender mercancías o títulos que tienen acceso a la Bolsa, están seguros de encontrar en estos enormes mercados, vendedores y compradores a los precios más ventajosos para ellos en aquel momento: campesinos que venden cereales, molineros que los compran, capitalistas que adquieren títulos-valores como forma de invertir su dinero, o que quieren venderlos porque necesitan dinero en efectivo. Por ello, dan sus órdenes a un comisionista representado en la Bolsa. Los comitentes señalan el precio máximo al cual están dispuestos a vender o a comprar, «limitándolo» (por ejemplo, comprar 10.000 rublos en billetes rusos a un precio no superior —pero, naturalmente, tan inferior como sea posible— a 210 marcos por cada 100 rublos). O bien, si desean comprar o vender en cualquier caso, dan una orden «ilimitada» (por ejemplo, comprar 10.000 rublos «por lo mejor», es decir, a los precios lo más bajo posibles que el comisionista pueda obtener en el mercado). La cuantía de mercancías o títulos de una determinada clase que dichos comitentes ofrecen o buscan en un momento dado, y los precios que exigen u ofrecen por ellos, depende naturalmente de una multiplicidad imprevisible de causas que infl uyen sobre la inclinación a vender o a comprar de los participantes, y que nosotros aquí difícilmente podemos especificar en concreto, ni tan sólo intentarlo. Con las órdenes en el bolsillo, los comisionistas se dirigen a la Bolsa, y allí tratan de encontrar por sí solos a una contraparte con la que poder cerrar un negocio como el que exige el comitente, tan beneficioso para éste como sea posible, y en todo caso dentro del límite del precio que ha fijado, o bien se dirigen a uno de los agentes que han hecho de la mediación en los negocios sobre aquel objeto concreto (una clase de cereales, acciones de una determinada sociedad) su negocio particular. A estos agentes llega, por lo tanto, la mayor parte de las ofertas de compra y venta del artículo en cuestión que existen en un día en la Bolsa —en ellos se concentran la oferta y la demanda—, y tratan entonces de realizar con estas órdenes de compra y venta, respetando los límites de precio dados, tantos negocios como sea posible, para ganar mucho «corretaje».

Ahora bien, según la medida en que acceden al mercado órdenes de venta o de compra de determinadas clases de mercancías o de títulos-valores, según la «situación del mercado» en la fecha, los interesados en comprar que ya no encuentran vendedores por un determinado precio, han de ir al alza en sus ofertas de compra, para tratar de inducir a más poseedores de mercancías a vender a estos precios más caros, o, a la inversa, los interesados en vender han de reducir los precios exigidos, para crear, con estos precios más bajos, estímulos a la compra. Todo el tráfico lleva así implícito el carácter de un incesante acercamiento recíproco: los comisionistas y los agentes con órdenes de compra en el bolsillo, suben sus ofertas de precios, y los que tienen órdenes de venta, las bajan, y de esta manera se van acercando las ofertas, hasta que se llega a la conclusión de un negocio entre dos participantes. En el pasado, y hoy aún a menudo en Inglaterra y en América, el tráfico ha llevado implícita exactamente la forma de la subasta

pública: un empleado de la Bolsa, desde un estrado elevado, va enumerando las mercancías y títulos singulares; en amplios círculos a su alrededor, se hallan de pie los interesados, y le gritan sus ofertas, que él repite de viva voz, hasta que uno de los presentes acepta una oferta, y a partir de dicho momento las ofertas comienzan a reproducirse de nuevo. La mayoría de las veces, el tráfico se desarrolla sin la presencia de dicho anunciador, pero de manera similar en su esencia. Los comerciantes de un título o de una clase de mercancías de circulación particularmente viva ocupan casi siempre un lugar fijo en la Bolsa, y generalmente conocido, al cual se dirige quien quiere comprar mercancías o títulos de dicha clase, formándose una piña de hombres que se comunican entre sí sus ofertas de compra y venta, y que a menudo lo hacen incluso gritando, y sirviéndose de ciertas expresiones abreviadas, corrientes en la Bolsa. Por ejemplo, un agente que negocia rublos, llamado Meier, ha recibido una orden de compra de 30.000 rublos en billetes rusos por no más de 211 marcos por 100 rublos. Se dirige al «mercado» de los rublos, es decir, al corro en el que se negocian billetes de rublos, y dice: «¡tomo a 210!». Esto significa en el dialecto de la Bolsa: «ofrezco 210 marcos por cada 100 rublos». A eso otro responde: «¡doy a 211!», es decir: «estoy dispuesto a vender billetes rusos a 211 marcos por 100 rublos». A ello replica por ejemplo Meier: «¡tomo a 210! », es decir, quiero dar sólo 210. Y a ello, un tercero: «¡doy a 210 3/4!», es decir, yo ofrezco ya rublos por 210 3/4 por 100 rublos. Entonces Meier, viendo que no conseguirá rublos a 210 marcos, alza su oferta, y primero por ejemplo dice: «¡tomo a 210 1/4!», es decir, estoy dispuesto a pagar 210 1/4 por cada 100 rublos, a lo cual por ejemplo un tercero contesta: «¡doy a 210 5/8!», y Meier de nuevo va al alza: «¡tomo a 210 1/2!». A este ofrecimiento, un cuarto contesta: «¿cuántas veces?» (o sea: «¿cuántas veces quiere usted comprar por este precio la llamada “unidad de referencia”?» —es decir, el *quantum* que se sobreentiende, porque ha sido fijado de una vez por todas por los usos de Bolsa, para facilitar los acuerdos, como más adelante veremos, por ejemplo, en Berlín, para los rublos, un *quantum* de 10.000 rublos—). Y Meier responde: «¡3 veces!» (es decir, quiero comprar 3 X 10.000 = 30.000 rublos). Y la parte contraria, si tiene en venta 30.000 rublos al precio de 210 marcos y 1/2 por cada 100 rublos, responde: «¡hecho!» («*an Sie*!»,[12] o sea: a usted le vendo dicha cantidad al precio ofrecido; la expresión correspondiente al comprador, rezaría: «*van Ihnen*!»),[13] y acto seguido ambos se anotan rápidamente en sus libretas el cambio y la cantidad, para enseguida concentrarse en despachar otras órdenes. A menudo los gestos han de sustituir a las palabras. Y ello porque el ingente número de ofertas que zumban yendo y viniendo incesantemente, provoca un ruido ensordecedor y estrepitoso, y, unido al espectáculo de numerosos grupos de hombres apiñados empujándose, vociferando y gesticulando, es totalmente idóneo para infundir extrañeza y antipatía al que se adentra por primera vez en las galerías de un recinto bursátil.

Naturalmente, las conclusiones de negocios singulares en la Bolsa se verifican a distintos precios. A menudo, todas las transacciones singulares difieren entre sí. Como se explicó antes, es propio de la esencia de todo mercado el que los distintos precios no difieran entre sí de forma significativa en un momento dado, ya que

compradores y vendedores se encuentran allí mismo, las ofertas y transacciones se realizan de forma pública y audible por todos, y los interesados compiten entre sí. En ello se basa la posibilidad de las cotizaciones de cambios, de cuya extraordinaria importancia también se trató antes. En cuanto a los tipos de objetos que se cotizan, en el caso de los *productos*, que por su naturaleza no cambian ni se crean de la nada, ello ya se infiere de la misma presencia o ausencia efectivas de comercio bursátil. En cambio, continuamente se crean nuevos *títulos-valores*, al aparecer sociedades por acciones, emisiones de deudas, etc. Éstos existen indudablemente, si reúnen determinados requisitos, y por ello todas las grandes Bolsas tienen una disposición según la cual en el boletín de cotización oficial sólo puede figurar una cotización después de una admisión especial del título. Normalmente, si existen agentes jurados o intermediarios oficiales análogos, ellos tienen el deber de no mediar antes en ningún negocio. La solicitud de admisión a cotización de un título provendrá normalmente de aquel o aquellos bancos que lo «ponen en circulación», es decir, que lo compran al emisor del título (por ejemplo, al Estado que quiere tomar el empréstito, es decir, vender los títulos de deuda, o a la asociación de personas que quiere fundar una sociedad por acciones, y que para ello necesita más partícipes), para colocarlo mediante una oferta pública de «suscripción» entre el público que desea invertir. Aunque puede ocurrir también que un título no se difunda entre el público mediante una «emisión» y puesta en circulación pública formal, y la consiguiente introducción en la Bolsa, sino mediante recomendaciones privadas de los banqueros a sus clientes, unidas a propaganda en los periódicos. Así ocurre actualmente con las acciones de las minas de oro de ultramar, que se han empobrecido considerablemente, y que son colocadas «furtivamente», eludiendo las Bolsas alemanas. Pero los capitalistas serios normalmente se inclinarán a comprar sólo aquellos títulos que puedan vender en cualquier momento en una Bolsa alemana, si se diera el caso, y al precio que les indique un boletín de cotización alemán. Es por ello que la admisión a la Bolsa es un factor de gran importancia para la cuestión de cuáles son los títulos en los que la nación deposita en general sus ahorros. Y que se exige con razón que los órganos que deciden sobre la admisión —normalmente, comisiones de Bolsa *(Börsenausschüsse*), nombradas con regularidad— comprueben más que antes, cuando se verificaba casi exclusivamente la regularidad externa del título, la «bondad», es decir, la solvencia futura del emisor. De ello ciertamente no debe esperarse demasiado, ni tampoco de un control estatal sobre dicho extremo. Alemania perdió varios cientos de millones con los empréstitos argentinos, y cuando finalmente los bancos, constatando que el país había concedido créditos por encima de sus posibilidades, negaron un crédito ulterior, el Ministerio de Asuntos Exteriores trató de hacerlos cambiar de opinión, por razones políticas. Para estos objetos, a menudo sólo un estudio de varios años proporcionaría una respuesta real.

La *forma de fijación de las cotizaciones* de los objetos admitidos y negociados es diversa. En parte —así, en América—, se cotiza el precio de compra de cada negocio, que las partes declaran con este fin. Los comisionistas tienen especial

interés en hacer estas declaraciones, ya que, como veremos, saldan las cuentas con sus clientes en base a los precios cotizados. Pero la mayoría de las veces, de entre los agentes se eligen informadores, que trasladan a los funcionarios de la Bolsa datos sobre las cotizaciones a las que se ha negociado. Con ello, luego, se puede cotizar, por ejemplo, como a menudo ocurre, el nivel de precios presente al inicio y al cierre del horario de negociación, y además también el precio más alto y más bajo durante el mismo, en un precio resultante. O bien por ejemplo se intenta determinar, a partir de las ofertas de venta que se han dado a conocer, a qué precio se hubieran podido aún comprar con cierta seguridad unas cantidades de aquel objeto, y, a partir de las ofertas de compra que se han dado a conocer, a qué precio se hubiera podido aún vender, y según cuáles sean los resultados del tráfico, se cotiza el primero como precio de la oferta (precio del «papel») o el segundo como precio de la demanda (precio del «dinero»), o ambos conjuntamente, o uno de ellos junto con un precio que indica a qué cambios se han cerrado negocios.*

No sólo varían los acuerdos singulares en la Bolsa por la cuantía del precio pactado; a menudo, y por las más diversas razones, varía además considerablemente la *situación general de precios* de una misma mercancía de una plaza bursátil a otra. Si, por ejemplo, Francia importa y tiene que pagar más mercancías rusas que Alemania, y consiguientemente en la Bolsa de París la demanda por parte de los importadores de compra de letras «contra» Rusia o de billetes rusos es relativamente más fuerte que en la de Berlín, entonces, en París no sólo se pagarán en las operaciones concretas precios más elevados por los billetes rusos que en Berlín, sino que además divergirá sensiblemente el promedio de todos los precios pagados, y las posibilidades o perspectivas genéricas de vender más caros los billetes rusos serán mejores en París que en Berlín: se desarrollan diferencias *locales* de precios. Numerosas causas generales contribuyen asimismo a la producción de diferencias *temporales* en la situación general de los precios, también en la misma plaza bursátil. Por ejemplo, se comprende fácilmente que inmediatamente después de la cosecha, cuando desde todas partes afluyen excedentes de cereales a las grandes plazas mercantiles, las perspectivas de obtener precios elevados por el cereal, de por sí no pueden ser tan buenas como más tarde, cuando las reservas se han consumido en parte; o también que en los momentos en que suele realizarse por ejemplo el pago de mercancías rusas, el precio de los billetes subirá como consecuencia del aumento de la demanda. Aprovecharse de estas diferencias locales y temporales que aparecen constantemente en la situación general de los precios de una mercancía, para obtener un beneficio, es lo que pretende aquella actividad comercial que aquí y allá, en gran medida sin razón, se considera propia sólo del comercio bursátil, aunque de todos modos es en el tráfico bursátil donde alcanza el mayor grado de su desarrollo: la *especulación.* Y además, esta actividad es decisiva tanto para el tipo específico de formación de los precios en la Bolsa como para sus formas negociales. La especulación bursátil en sentido amplio, entendida como aquella actividad comercial dirigida a la obtención de un beneficio de la diferencia entre el precio de compra y el de venta de una mercancía que tiene acceso a la Bolsa, se

puede subdividir en *arbitraje*, o aprovechamiento de diferencias *locales* de los precios, y *especulación en sentido estricto*, o aprovechamiento de diferencias *temporales.* El «arbitrajista» busca su beneficio vendiendo una mercancía en la plaza en que puede colocarse cara en aquel momento, y comprándola *simultáneamente* en aquella en que puede adquirirse a buen precio. Su negocio es, por lo tanto, una pura cuestión de cálculo. Permanece al teléfono, o encarga que le pasen telegráficamente noticias y ofertas de plazas extranjeras, y tan pronto advierte la posibilidad de obtener un beneficio, por ejemplo mediante la compra de letras contra Rusia o de billetes rusos en Londres, y la venta de los mismos en París, da sus órdenes por teléfono y telégrafo. Por ello, la posibilidad de obtener un beneficio reside básicamente en la *celeridad* para utilizar una diferencia local de precios que se va insinuando. Y para ello, el arbitrajista no sólo ha de convertir las monedas en curso en las plazas extranjeras, sino que también ha de retener en la memoria la diversidad de los usos vigentes para el tiempo de cumplimiento, y para los intereses, comisiones y corretajes a pagar, y tenerlos presentes para el cálculo subsiguiente, a realizar con la rapidez de un rayo. Es por ello que ha de rendir a menudo de forma realmente asombrosa en el cálculo mental, y su negocio se cuenta entre aquellos que provocan mayor sobreexcitación nerviosa que existen. No ofrece ningún otro tipo de peligro, siempre que el cálculo se haya realizado correctamente, pero también por ello sólo ofrece unas perspectivas relativamente bajas de beneficios, por lo menos si se compara la envergadura de las operaciones con los beneficios obtenidos. En la *especulación en sentido estricto*, la compra más barata y la venta más cara se producen de forma separada, no local, sino *temporalmente.* El especulador cierra una porque cree poder cerrar la otra en el futuro, a consecuencia de un cambio que espera que se produzca en las perspectivas genéricas de compra y venta. Ya de ello resulta que su negocio no es una pura cuestión de cifras, puesto que el éxito depende de que se produzca el cambio esperado en la situación general de los precios de la mercancía en cuestión, y el especulador ha de tener en cuenta la totalidad de circunstancias que posiblemente influirán en ello. Un clima propicio en verano le hará prever una buena cosecha y un descenso de los precios de los cereales en otoño; rumores de intrigas diplomáticas le harán pensar en un menor deseo de poseer papel moneda y títulos de deuda de grandes Estados militares, es decir, en un descenso de los precios de los mismos; de una buena cosecha en Rusia, deducirá una fuerte exportación de cereales, y por lo tanto una gran demanda de dinero ruso para pagarlos, y aumento de los precios de los billetes, etc. Incluso cuando posee el más amplio conocimiento de la situación actual, sin duda le quedará siempre oculta una parte considerable de las innumerables circunstancias que influyen en último término en el grado de la futura inclinación a la compra o a la venta para una determinada mercancía o título, y en esta medida, en la tentativa de aprovechar las perspectivas del futuro, se mantiene siempre un cierto momento de incertidumbre (un fragmento de un juego de azar); esto lo comparte la especulación en la Bolsa con todo tipo de comercio en general.

Ahora debemos dirigir nuestra atención a las *formas negociales* de las cuales se

sirve la especulación.

La forma básica más simple de los negocios en la Bolsa, llamada negocio «al contado» en el comercio de valores, y negocio «en plaza», en el de productos, es un negocio de compraventa de cumplimiento simultáneo, mediante pago al contado contra entrega de la mercancía. Si, a pesar del requerimiento, una parte no cumple a su debido tiempo, incurre en «mora», y entonces la contraparte normalmente tiene derecho al «cumplimiento forzoso», es decir, el comprador no moroso tiene en adelante derecho a comprar a un tercero las mercancías en cuestión, o el vendedor no moroso, a vendérselas a un tercero —para lo cual han de observar determinadas formalidades, de acuerdo con la ley y los usos—, y pueden exigir el reintegro de la diferencia de precio respecto del precio del contrato que haya redundado en su perjuicio: es decir, el comprador, si tuvo que comprar por más del precio al que el moroso prometió suministrarle, puede exigir el reintegro de la diferencia entre los dos precios de compra, y lo propio vale para el vendedor no moroso. De esta sencilla forma negocial se sirven naturalmente todos quienes quieren comprar mercancías y títulos-valores para *conservarlos o consumirlos*, es decir, capitalistas o comisionistas de capitalistas, que quieren conservar los títulos comprados como inversión de capital, molineros que muelen el cereal, refinadores de azúcar e hiladores de estambre, que quieren transformar el azúcar en bruto y el peinado. Sin embargo, no es la forma negocial más adecuada para la especulación.

Pero pueden realizarse algunas especulaciones muy simples bajo la forma de este sencillo negocio al contado. Si alguien compra cereales después de la cosecha, paga al contado y los deposita en un granero a la espera de una demanda creciente en el futuro, para venderlos en primavera al contado obteniendo un beneficio, o si alguien hace lo mismo con billetes rusos u otros títulos porque por alguna razón espera una demanda creciente, ésta constituye la forma más simple de comercio especulativo. Ha existido siempre. Todas las legislaciones del pasado, y también la literatura, incluyendo los escritos de los canonistas, y por ejemplo de Lutero, están repletos de ataques coléricos contra los «acaparadores», los *monopolia* y comoquiera que se denominaran otros negocios similares de especulación. Pero, desde el punto de vista del comerciante especulador, esta forma de la especulación presenta claramente varias imperfecciones. Con esta forma simple de compra al contado de mercancías que se quieren vender en el futuro, se puede especular sólo con una subida de los precios de los cereales, billetes, etc. («al alza», como reza la expresión corriente en la Bolsa), pero no con un descenso («a la baja»). Además, en estos sencillos negocios al contado, para especular sólo se pueden emplear mercancías que ya existen en el mercado —mercancías presentes—, y no mercancías futuras, es decir, aquellas cuya llegada se espera para el futuro, pero que de momento aún surcan los mares o han de madurar. En cada negocio de especulación se necesita, ya en el momento de su conclusión, un *quantum* de mercancías realmente existentes, y, con ello, el número de los posibles negocios de especulación es limitado. Finalmente, el especulador que acapara reservas de cereales, etc., para introducirlas en el mercado en el futuro, cuando los precios han subido, ha de inmovilizar en estas reservas un capital muy importante, del cual no

puede disponer hasta que las haya vendido de nuevo. Por lo tanto, ha de tratarse de un capitalista muy poderoso, y, por ello, el círculo de personas que pueden tomar parte en la especulación es muy reducido. Dado que las reservas de la mercancía son limitadas, y el círculo de personas que participan en el comercio especulativo es reducido, también el peligro o riesgo de este especulador es muy grande: es muy contingente el hecho de poder contar, y cuándo, con cierta seguridad, con encontrar un comprador para determinadas cantidades de la mercancía almacenada; además, cuando existen reservas limitadas y se alternan grandes acaparamientos y ventas masivas, las oscilaciones de precios son muy fuertes. Todos estos inconvenientes se pueden remediar sólo si, por una parte, 1.º) se da la posibilidad de poder especular sin poseer un capital propio de importancia, y, además, 2.°) se posibilita que uno y el mismo *quantum* de mercancías o títulos pueda emplearse no para una, sino para varias transacciones negociales especulativas, y ello de tal manera que, 3.°) no sólo se pueda comprar para la especulación a la espera de aumentos de los precios, para más tarde vender más caro, sino que también se pueda vender para la especulación a la espera de *disminuciones* de los precios, para más tarde *comprar* más barato. Todo esto lo permite de manera técnicamente muy perfecta aquella forma negocial que hoy se ha convertido en la forma dominante del comercio de especulación en las Bolsas más desarrolladas del mundo: el *negocio a plazo.*

La esencia del negocio a plazo consiste en lo siguiente: en lugar de que el especulador compre y venda con la condición de recepción y entrega inmediatas de la mercancía contra pago al contado, el cumplimiento de ambas partes se pospone hasta un plazo futuro determinado, por ejemplo un día determinado del calendario. Hasta que esta fecha llegue, ambos, tanto el comprador como el vendedor, tienen tiempo para procurarse una forma de «realizar» su «especulación»[14] que les proporcione beneficios. Es decir, el especulador («alcista») que ha comprado a plazo por un determinado precio, a la espera de una tendencia ascendente a la compra, antes de que llegue el plazo en que ha de comprar y pagar, espera y desea encontrar a alguien a quien pueda vender la mercancía a un precio más alto para el mismo plazo; el especulador contrario («bajista»), que ha vendido a plazo por aquel precio a la espera de una demanda relativamente descendente, espera poder conseguirla de un tercero a un precio más barato antes de que llegue el plazo en que ha de entregar la mercancía contra pago al contado. Ambos quieren ganar la diferencia entre precio de compra y precio de venta; el primero, el comprador a plazo, la diferencia entre la compra que ha cerrado hoy y la venta que cerrará en el futuro; el segundo, el vendedor a plazo, la que existe entre la venta cerrada hoy y la compra a cerrar en el futuro. En primer lugar, empleando esta forma negocial se puede no sólo *comprar* para la especulación, sino también *vender* para la especulación, es decir, especular tanto con una futura *subida* como con un futuro *descenso* del precio. Ahora, ya no sólo es posible que alguien que, después de la cosecha, prevea para el verano un aumento de los precios debido a la disminución de las existencias, cierre una compra que deberá cumplirse en verano, y que él espera poder «cubrir» con ventaja para

entonces, mediante una venta más cara para el mismo plazo, sino que es igualmente posible que alguien que espera una buena cosecha en verano, y por lo tanto un descenso de los precios en otoño, cierre una venta que ha de cumplirse en otoño, y que prevé «realizar« para entonces mediante una compra más barata. Además, en el negocio a plazo, el capital que necesita el especulador es muy pequeño. Quien especula al alza con cereales, ya no necesita desembolsar hoy una suma importante de dinero para la compra de cereales al contado, que recuperará sólo con la venta, dentro de algunos meses, si la especulación sale bien; en el momento de la conclusión de negocio, él aún no paga nada, sino que sólo promete a la contraparte comprar y pagarle la mercancía en un momento futuro. Si la especulación tiene éxito, habrá «realizado» con beneficios, es decir, habrá vendido a otro más cara la mercancía para el mismo plazo; luego la comprará a su contraparte inicial, y la entregará a continuación a aquel al cual se la ha vendido; este último le pagará el precio al cual él se la ha vendido, y él pagará entonces a su contraparte inicial el precio al cual él en su momento se la había comprado, y la diferencia entre ambos precios la retendrá como beneficio. Si la especulación del comprador a plazo se frustra, es decir, los precios bajan, y antes del tiempo de cumplimiento no logra encontrar un comprador por un precio más elevado al que él ha prometido pagar a su contraparte, tendrá que realizar con pérdidas, es decir, vender a un precio inferior, y entonces, en lugar de poder retener como beneficio una parte del precio que se le ha pagado, aún tendrá que añadir algo para poder pagar a la contraparte el precio acordado. Y lo propio vale para el especulador que vende a la baja. De esta manera, el especulador necesita poseer sólo un modesto capital propio, porque en el comercio a plazo sólo importa que los dos especuladores que cierran el trato puedan confiar recíprocamente en que el otro, en caso de una evolución de los precios desfavorable para él, estará en situación de poder cubrir la pérdida que resulte de la diferencia de precios. Y ello porque cada uno de ellos cree que tanto él como su contraparte podrán realizar sus especulaciones en el mercado, es decir, podrán cerrar con un tercero un negocio contrario sobre el mismo objeto y para el mismo plazo, y podrán así sustraerse a la necesidad de guardar en reserva ellos mismos, antes del plazo, la mercancía a entregar, o de conseguir el dinero para el pago íntegro del precio de compra. Pero para que exista realmente la seguridad de encontrar en todo momento en el mercado comerciantes que compren al alcista la mercancía que éste ha comprado para un plazo determinado, y que estén dispuestos a proporcionar al bajista la mercancía que éste ha de suministrar como vendedor para el plazo en cuestión, ha de darse un presupuesto: no puede tratarse ni de clases totalmente discrecionales de mercancías o títulos, ni de cantidades totalmente arbitrarias de los mismos, ni de plazos de entrega enteramente individuales. Si un especulador quisiera comprar a otro por ejemplo varias calidades pactadas de tela de algodón por 1.223 marcos y 76 céntimos, a entregar y pagar en un día determinado del calendario, fijado discrecionalmente, sería casi seguro que ni el comprador conseguiría encontrar a alguien en la Bolsa que estuviera dispuesto a comprar precisamente el mismo *quantum* de las mismas calidades, y exactamente el mismo día, ni el vendedor

encontrar a alguien que quisiera suministrarle precisamente estas mercancías, y en dicho día. Para que ambas partes puedan confiar en ello, el negocio a plazo ha de recaer sobre mercancías que se comercian en masa y sin interrupción, y precisamente en las cantidades y calidades (en el caso de productos) sobre las que normalmente se negocia, y también el plazo de cumplimiento ha de ser un día en el que en la Bolsa se cierren continuamente compras y ventas masivas. De que esto sea así, se cuidan las prácticas de la Bolsa («usos»), y sólo en base a ellos es posible cerrar negocios a plazo en la Bolsa. En ellos se fija de una vez por todas la *calidad* a suministrar en las operaciones a plazo sobre productos),[*] se determina además sobre qué *cantidades,* o sus múltiplos, puede cerrarse sólo una operación a plazo sobre valores o productos (la llamada unidad de referencia,[**] de la cual ya se habló) y finalmente se regulan también de una vez por todas los *tiempos de cumplimiento* («plazos»),[***] a los cuales pueden referirse sólo las operaciones y todas las condiciones y reglas concretas sobre la forma de cumplimiento. Por ello, todos los negocios a plazo que se cierran en una Bolsa en un día determinado, a excepción, 1.º), de la persona del comprador y del vendedor, 2.°), del acuerdo sobre el precio, 3.°), del tiempo de cumplimiento escogido por las partes de entre la pluralidad de plazos admitidos y, 4.°), del número de veces que el *quantum* estipulado contiene la unidad de referencia, se asemejan uno a otro como dos gotas de agua. Si continuamente y día tras día se cierran en la Bolsa negocios de compraventa en masa de una clase totalmente similar, es evidente que para el especulador aumenta enormemente la probabilidad de realizar su especulación en cualquier momento, esto es, si por ejemplo ha comprado un *quantum* de una mercancía de determinada clase para un plazo determinado, de poder volver a venderla para el mismo plazo. Con ello guarda relación la última característica del comercio a plazo, que es la primera que retiene quien se encuentra fuera de la Bolsa: la profunda discordancia que existe entre el volumen de las transacciones y las reservas «efectivamente» disponibles en el mercado. Para comprenderla, hemos de examinar antes algo más de cerca la forma y clase de cumplimiento («liquidación») de los negocios a plazo. Para ello debe distinguirse entre negocios a plazo sobre productos y sobre valores.

En el negocio a plazo sobre *productos*, y ésta es la idea en la que se basa su construcción, se vende mercancía cuya llegada al mercado se espera para el futuro, dentro de un lapso determinado. Conforme a ello, los plazos corrientes de cumplimiento, en la forma del negocio a plazo que predomina en la práctica, son *términos*, por ejemplo de una duración de uno o dos meses, dentro de los cuales el vendedor ha de entregar la mercancía, y, con este fin, después de su llegada, ha de avisar al comprador para su recepción. Si el comprador entonces no la recibe contra pago al contado, incurre en «mora», el vendedor vende a otro la mercancía al contado, y si obtiene por la venta un precio inferior, se hace reembolsar la diferencia por el comprador moroso; si el vendedor, al cumplirse el plazo, no ha dado aviso, incurre en mora, y entonces el comprador hace lo propio. Ahora bien, lo normal es que el comprador haya vendido a continuación a otro, para el mismo plazo, la mercancía que tiene que comprar, y en tal caso él avisa a su vez a su

comprador, y éste a su vez eventualmente al suyo, y así sucesivamente, de tal manera que aparece una serie de personas dentro de la cual cada una ha comprado la mercancía a la que le precede y la ha vendido a continuación a la que le sigue, y a través de cuyas manos va corriendo ahora el aviso. Sean, por ejemplo, 1.000 toneladas de trigo vendidas en julio por A a B «para octubre», a 150 marcos por tonelada. Supongamos que el vendedor A es un importador de trigo que ha comprado en julio, en Argentina, por un precio más bajo, un *quantum* de trigo del mismo peso aproximadamente, y cuya llegada se espera para el otoño, y que, después de calcular los diversos gastos de transporte y de otro tipo que tiene el importador, con una venta a 150 marcos todavía obtiene beneficios. A, en lugar de arriesgarse a sufrir una pérdida en octubre, con la llegada del trigo, porque por ejemplo la cosecha resulte ser más abundante de lo esperado y ya no se encuentren compradores a 150 marcos, sino sólo a 140, prefiere vender de inmediato a los 150 marcos que ahora le ofrece B, que es un especulador que espera por cualquier razón una subida de los precios del trigo en otoño. A su vez, el especulador B, al encontrar a un comprador C que está dispuesto a pagarle 151 marcos por tonelada para octubre, le vende el trigo ahora en agosto, ya que duda que pueda venderlo más tarde más caro. Quizá C, a su vez, sea un especulador que hace tiempo —por ejemplo, en mayo— especuló con trigo a la baja, vendiendo 1.000 toneladas de trigo a D, para octubre, a 149 marcos por tonelada, a la espera de que para el otoño mejoren las perspectivas de recolección y pueda contarse con un gran abastecimiento de cereales de Argentina, y así comprar el trigo a un importador a un precio inferior a 149 marcos para octubre, y obtener un beneficio. Pero ahora, dado que los precios han subido en julio hasta 150 marcos aproximadamente, y en agosto hasta 151 marcos, le asalta el temor de que puedan seguir subiendo hasta octubre, y que, finalmente, sólo pueda conseguir el trigo que ha de entregar a D en octubre a un precio mucho más caro, sufriendo graves pérdidas. Por ello, prefiere realizar ahora con una pérdida menor. Finalmente, D, que en mayo compró a C a 149 marcos por tonelada para octubre, puede ser por ejemplo el comisionista de un importante molinero, E, quien, en primavera, cuando había trigo en venta para el otoño por estos precios, tan baratos para él, se aseguró el trigo que quiere moler en invierno cerrando la operación a plazo para octubre. Con ello, evita el peligro de que si más tarde sube el precio del trigo, como él teme, tenga que pagarlo más caro, y obtenga luego un beneficio menor de la venta de la harina.

Bajo la influencia de los más diversos intereses y expectativas de los participantes (A, B, C, D, E), se desarrolla así una serie de ventas y compras, cada una de las cuales se apoya siempre en la siguiente. Ahora llega octubre, y un día arriba el *quantum* de trigo comprado por A. A «avisa» de ello a B para su recepción, mediante entrega de una breve notificación que se extiende sobre un formulario general, la «nota de aviso» («*Kündigungsschein*»); B avisa a C, mediante la sucesiva transmisión y firma de la nota; C a su vez a D, y éste informa a su comitente E de que le ha sido dado aviso, y que se personará para la entrega del *quantum.* La liquidación de la serie de especulaciones entre los cuatro interesados A, B, C y D,

que se encuentran en la Bolsa (en ocasiones puede tratarse de 20 personas o más, a través de cuyas manos va corriendo la nota de aviso), se suele simplificar de la siguiente manera: 1.º), en nuestro ejemplo, en lugar de la triple entrega efectiva de la mercancía, de A a B, luego a C y luego a D, la entrega de A, el «último vendedor», se hace *directamente* a D, el «último comprador», es decir, A entrega la mercancía a aquel que ha conservado al final la nota de aviso, porque a su vez no vendió aquélla; y 2.º), en nuestro ejemplo, también el triple pago (150.000 marcos de B a A, 151.000 marcos de C a B, y 149.000 marcos de D a C) se trata de simplificar en la medida de lo posible. Con este último fin, en las Bolsas se suele fijar diariamente un llamado «curso de compensación» o «precio de cancelación» para cada clase concreta de productos que se negocian a plazo, aproximadamente por la cuantía del promedio de los precios pagados por el producto en el día en cuestión. Este precio lo paga el «último comprador» (D) al «último vendedor» (A) al recibir la mercancía, y luego los restantes participantes que se encuentran en aquella cadena de cancelación compensan entre sí las diferencias entre el precio al que respectivamente han comprado o vendido y el curso de compensación. Supongamos por ejemplo que en nuestro caso la liquidación se produjo el 11 de octubre, y que dicho día el empleado de la Bolsa delegado fijó el precio de cancelación en 152 marcos por tonelada, en base a la observación de los negocios en plaza sobre trigo de aquella calidad que se cerraron dicho día. Entonces, la liquidación acontece del modo siguiente: A entrega las 1.000 toneladas a D en lugar de a B, y recibe de D el pago de 152.000 marcos. Con ello, ha recibido 2.000 marcos más de los que B le había prometido, la diferencia entre 152.000 y 150.000 marcos, y por lo tanto tiene que devolverlos pagando este importe a B. A su vez, D ha pagado a A 3.000 marcos más de los que debe pagar a C, la diferencia entre 152.000 y 149.000 marcos. Obtiene de C el reembolso de estos 3.000 marcos. Con ello, A y D ya han recibido lo suyo. B había vendido a C a 151 por tonelada, y el curso de compensación se eleva a 152; por lo tanto paga a C 1 marco por tonelada, en total 1.000 marcos. Así, B, que compró por 150.000 marcos y vendió por 151.000 marcos, y por lo tanto había ganado 1.000 marcos, 2.000 marcos que le ha pagado A deducidos 1.000 que él a su vez ha pagado a C, al fin ha obtenido 1.000 marcos. C, que había comprado por 151.000 marcos y había vendido por 149.000 marcos, y que por lo tanto había perdido 2.000 marcos, ha pagado 3.000 marcos a D y ha recibido 1.000 de B, y por lo tanto le resta una pérdida de 2.000 marcos. El comisionista D a su vez recibe de su comitente, el molinero E, el reembolso de los 149.000 marcos contra entrega de la mercancía, y además la comisión que se le prometió por su servicio. Como se aprecia en nuestro ejemplo, un único *quantum* de 1.000 toneladas sirve para la liquidación de tres especulaciones a plazo de 1.000 toneladas cada una, y mediante un único pago del importe del precio de cancelación de 152.000 y los tres pagos de las diferencias de 2.000, 3.000 y 1.000 marcos, se cancelan deudas de 150.000, 151.000 y 149.000 marcos. El ahorro de mercancía efectiva y de dinero al contado es muy considerable, ya que la misma nota de aviso circula a menudo a través de muchas más manos que en nuestro ejemplo, y las deudas dinerarias en un gran número de casos no se pagan mediante

entrega de dinero, sino mediante transcripción en los libros de los grandes bancos en los que dichos comerciantes tienen un saldo activo (cuenta), de una cuenta a otra.

La liquidación de los negocios a plazo sobre *valores* discurre de forma similar en su esencia. Entre nosotros, la forma más corriente del negocio a plazo sobre valores es la compra «para fin de mes», es decir, una compra a cumplir en el último día del mes corriente, mediante la entrega y el pago. A fin de cada mes, se han de cumplir un gran número de obligaciones de entrega de cada título singular, y entre una pluralidad de personas; muchos especuladores tienen una pluralidad de obligaciones, en parte de entrega y en parte de recepción, de los títulos sobre los cuales especularon. Y ello frente a una pluralidad de personas, ya que, según cuál fuera la situación, compraron una cantidad para fin de mes, o vendieron para fin de mes, si subían los precios, y así sucesivamente. Para liquidar este «encantador de ratas» de obligaciones de compra y venta, a fin de mes pueden, en primer lugar, servirse de un procedimiento similar al que se aplica en el comercio de productos. O sea, el poseedor de títulos, que ha vendido para fin de mes, remite al comprador un talón de entrega; éste, como vendedor, lo remite a su vez a otro, y así sucesivamente, hasta que llegue a manos de un «último hombre» que quiere conservar los títulos, el cual los compra entonces al curso de compensación fijado a fin de mes, y luego los participantes se pagan las diferencias. Así ocurría hasta ahora en Londres. O bien, y así ocurre casi siempre en las Bolsas continentales, el conjunto de todas las obligaciones de todos los especuladores se liquida bajo la figura de la llamada «liquidación colectiva» («*Kollektivskontro*» o «*Liquidationsbureau*») de una forma muy simple: la oficina creada en la Bolsa con esta finalidad hace que cada participante en el comercio a plazo le presente una relación de sus compras y ventas sobre cada título, determina cuánto ha comprado más que vendido cada uno, o a la inversa, e indica a quien ha comprado más que vendido un cierto importe de un título, y que por lo tanto tiene que conservar este importe, a otro u otros varios, quien o quienes, conjuntamente, han vendido más que comprado de este título un tanto igual, y que por lo tanto han de entregar el importe restante. Los obligados entre sí como «últimos hombres» entregan y reciben los títulos correspondientes contra pago del llamado «curso de liquidación» fijado en la Bolsa de valores a fin de cada mes, y luego los especuladores compensan entre sí, de la manera descrita más arriba, las diferencias entre este curso, que sirve sólo al fin de compensación, y los precios a los cuales cerraron entre sí negocios a plazo.

Hasta ahora, hemos dado por supuesto que los compradores y vendedores a plazo, si, respectivamente, no quieren conservar la mercancía como compradores, o, siendo vendedores, no la entregan tomándola de sus propias reservas o llevándola a la Bolsa de primera mano, al aproximarse el plazo, lo que hacen es *realizar* —cerrar un negocio contrario—, sea con beneficios o con pérdidas, y con ello ponen fin a dicho acto de especulación. Pero esto no siempre es así. Puede ocurrir que el comprador especulador (alcista), cuando se acerca el plazo de cumplimiento, no quiera decidirse aún a poner fin a la especulación, porque en

dicho momento los precios han bajado, o no han subido tanto como él supuso, y por lo tanto le resultaría, respectivamente, una pérdida o un beneficio insuficiente. Y, en cambio, cree por alguna razón que en el futuro, por ejemplo al mes siguiente, aumentará la tendencia a la compra, y por lo tanto encontrará una oportunidad de vender entonces las mercancías o títulos comprados a precios más ventajosos, que le proporcionen un beneficio o un beneficio mayor. Lo mismo puede suceder en el caso de un vendedor especulador (bajista) que espera para el futuro una oportunidad para una compra barata o algo más barata de la que consiguió encontrar hasta que llegó el plazo. En este caso, los especuladores no avanzan hasta la realización definitiva de la especulación, sino que emplean aquel medio que en el lenguaje de la Bolsa se denomina *prolongación.* Esto es, encuentran capitalistas que disponen de grandes reservas de mercancías y títulos, y que están dispuestos a prestar al comprador (alcista) el dinero necesario para la recepción y pago de los títulos o mercancías que ha comprado, contra entrega de dichos títulos, y a devolverle luego, en el siguiente plazo, el mismo número de títulos, o en su caso de mercancías, contra reembolso del dinero prestado. Y que, igualmente, están dispuestos a prestarle al vendedor (bajista), a cambio de dinero, los títulos o mercancías que ha vendido y que tiene que entregar, con la promesa de reintegrarle el dinero en el siguiente plazo, contra devolución del mismo número de títulos, o de las mercancías. Así pues, el alcista hace que las mercancías o títulos se entreguen al capitalista, y las paga con el dinero de éste; y el bajista, con el precio de venta, paga al capitalista y entrega los títulos o mercancías que éste le presta. Con ello ganan un tiempo hasta el siguiente plazo —por ejemplo, en caso de valores, hasta fin del mes próximo—, durante el cual el comprador trata de encontrar otro comprador por un precio más ventajoso, y el vendedor, de comprar más baratos los títulos o mercancías. Si lo consiguen, entonces, cuando llega el plazo siguiente, el alcista hace que el capitalista le devuelva las mercancías o títulos, y el bajista, el dinero; cumplen por su parte el negocio de cobertura, y luego el alcista, con el precio que recibe, paga al capitalista el dinero que éste le prestó, y el bajista, con la entrega de las mercancías o títulos comprados, le devuelve el préstamo que sobre otros tantos le concedió. Eventualmente, los especuladores considerados poco seguros han de prestar además fianza, como garantía específica de que estarán en situación de restituir el dinero o las mercancías o títulos que se les han prestado contra devolución de lo que han dado por ello. Por su parte, los capitalistas que, por el espacio de tiempo comprendido entre dos plazos, prestan el dinero contra entrega de títulos o mercancías, y, a la inversa, las mercancías o títulos contra entrega de dinero, se sirven de esta operación, llamada *negocio de doble (Reportgeschäft*),[15] como forma muy cómoda e inofensiva de inversión de su capital, ya que, evidentemente, los especuladores tienen que remunerar el crédito que se les ha concedido, mediante el pago de intereses —los llamados «intereses de reporte»—. A aquel que presta dinero a plazo y recibe a cambio mercancías o títulos, se lo denomina «reportador»; al que presta mercancías o títulos a plazo a cambio de dinero, «reportado». La retribución específica que recibe el primero, se llama «reporte», y la que recibe el último, *deport.*[*] El «tipo de interés de reporte» es

a menudo muy alto. Y esto especialmente cuando en el desarrollo de los precios aparece una dirección unilateral, por ejemplo a consecuencia de compras masivas y a altos precios para la especulación; en tales circunstancias, un gran número de especuladores no consigue cubrir sus especulaciones a partir de este precio base, o quiere esperar para ver el desarrollo ulterior de los precios, y por lo tanto desea prolongar sus especulaciones. En estos casos, el capital exprime a menudo a los especuladores de modo exorbitante. Si se echa una ojeada a este entero mecanismo, lo primero que salta a la vista es lo incorrecto de la opinión según la cual, de la misma forma de la operación a plazo, se puede deducir la falta de rectitud y el «carácter de juego» de la misma. No se puede negar que, en nuestro ejemplo anterior, tanto el importador de cereales A como el molinero E, para el cual cerró el negocio su comisionista D, perseguían con ello fines rectos: asegurarse un precio cierto para el futuro. No tratándose de casas comerciales con capitales muy importantes, en determinadas circunstancias sería incluso una clara falta de seriedad abandonar el negocio a las infl uencias de oscilaciones imprevisibles de los precios, suprimiendo con ello toda base para una fundada evaluación o cálculo de los beneficios, y dejándolos a las probabilidades del azar. Pero este ejemplo no constituye en modo alguno un caso singular. Quien, por ejemplo, en un período de fuerte oscilación de los precios de los billetes rusos, encarga mercancías de Rusia, y por lo tanto tiene que pagar allí más tarde en rublos, o quien recibe encargos de mercancías desde Rusia, y por lo tanto obtiene la promesa de pagos futuros en rublos, cargaría a menudo con un riesgo totalmente incalculable si quisiera esperar hasta saber a qué precio, calculado en marcos, podrá en su día comprar o vender estos billetes en rublos. Con ello, acabaría todo negocio sólido. Sólo podría eliminar de sus cálculos este elemento de total inseguridad si ya desde el momento de la conclusión del contrato con sus clientes rusos se asegurara el precio actual del rublo para el tiempo de cumplimiento del negocio, comprando o vendiendo un *quantum* igual de rublos para aquel plazo futuro, según que para dicho plazo tuviera que pagar o recibir el pago en rublos. Luego, quizá podría argumentarse que, al menos cuando alguien compra y vende para el mismo plazo, como más arriba B y C, existe de todos modos una pura especulación sobre precios en alza o en baja, sin relación con ningún otro fin negocial recto. Tampoco esto es cierto. Por ejemplo, un molinero que ha comprado al contado en plaza grandes cantidades de cereales para moler, está sujeto al peligro de que durante la molienda desciendan los precios de los cereales, lo cual evidentemente repercute bastante deprisa sobre los precios de la harina, muy a menudo tan deprisa que cuando la harina producida con estas reservas llegue a la venta, el molinero sufrirá pérdidas. Se asegura frente a este riesgo en tanto que, en el momento en que compra los cereales, vende simultáneamente cereales a plazo para el tiempo en que espera llevar la harina al mercado. Si en dicho momento bajan los precios de los cereales, venderá la harina con pérdidas, pero a continuación volverá a ganar lo mismo al comprar por un tanto más barato el cereal que ha vendido a plazo; si suben, el negocio a plazo le ocasionará pérdidas, porque habrá de cubrirlo con una compra más cara, pero

ganará la misma cantidad al haber subido los precios de la harina. A pesar de que aquí está presente desde el principio la intención concreta de cumplir en todo caso sólo mediante un negocio de cobertura, y *no* mediante entrega a partir de las propias reservas, a pesar de que por lo tanto se especula con la *diferencia*, el fin del negocio —asegurarse frente al peligro de las oscilaciones de precios— es sin duda muy recto y serio, y la omisión de este seguro, que se constituye bajo la forma de la operación a plazo, sería algo tan poco serio como la omisión del seguro contra el peligro de incendios. Los ejemplos pueden multiplicarse a discreción. Resulta así que lo que decide sobre el carácter del negocio no es la forma externa de conclusión (a plazo) ni la de cumplimiento del mismo (mediante un negocio de cobertura y el pago de la diferencia), sino el fin económico interno, y éste no puede detectarse en el negocio concreto. El tránsito al «puro» negocio «agiotista», que tiende únicamente a ganar la diferencia, es paulatino e imperceptible.[16]

Y ello más aún en tanto que la pura compra y venta a plazo profesionales, sólo con el fin de ganar la diferencia, se apoya además en una función que, desde hace mucho tiempo, ha sido indispensable para el comercio bursátil: la *agencia.* De la posición del agente ya hemos hablado antes. En su esencia, se ha mantenido igual, pero se ha modificado profundamente la forma de su ejercicio. El agente del pasado era un hombre que, después de recibir una orden, buscaba a un contratante que estuviera dispuesto a aceptar las condiciones de su cliente; luego reunía a las dos partes contratantes y, después de cerrado el contrato, extendía las «notas de negociación» del mismo, y contra entrega de las mismas recibía el «corretaje». Un agente así ya no es necesario para el tráfico de especulación actual. En el mercado, el precio al cual se compra o vende una mercancía suele variar en pocos minutos. El tiempo se ha convertido en algo precioso en el tráfico, y el cliente que a las 12 horas y 15 minutos solicita del agente el despacho de una venta de 10.000 rublos para fin de mes al cambio de 211 marcos por 100 rublos, no se conforma con que el agente le prometa que aproximadamente al cabo de dos horas le dará noticias de si ha encontrado un comprador por este precio, porque en estas dos horas puede haber cambiado todo. Dado que el agente conoce el mercado, el cliente le exige que le diga enseguida si va a poder vender o no los rublos por este precio. Si el agente no quiere perder la posibilidad de obtener un beneficio, ha de declararse conforme al momento; por lo tanto, si cree que es posible obtener el precio exigido, acepta en firme la partida por dicho precio, con «reserva de indicación de parte»,[17] busca luego a otro contratante, y lo indica inmediatamente a su cliente. Si no encuentra a ninguno por este precio, sino sólo por un precio inferior, entonces él mismo ha de cubrir el déficit, de buena o mala gana. Es por ello que no comprende por qué no ha de retener para sí la diferencia cuando le ocurre lo contrario, es decir, cuando consigue encontrar un contratante por un precio más ventajoso para el cliente (en nuestro ejemplo, más alto) del que figuraba en la orden, y así, a partir de estos «agentes por encargo» («*Aufgabemakler*») ahora descritos, se desarrolla de forma completamente natural la categoría de los «agentes que obran en nombre propio» («*Propermakler*») —agentes que ya no *median* en la conclusión de un contrato entre las dos partes, sino que *ellos mismos*

compran a una parte y venden a la otra, y buscan el beneficio en la diferencia entre los dos precios, y no en el «corretaje», como antes—.[18] En Londres, el agente que obra en nombre propio dice a todos quienes le preguntan a qué precio compra y a cuál vende en aquel momento concreto. Su arte consiste en fijar ambos precios en base a un conocimiento exacto de la situación del mercado, y en lo posible hacerlo de tal manera que lo que compre a uno por un lado, vuelva a transmitirlo sin demora a otro por el otro lado, y a la inversa, lo cual naturalmente no siempre se consigue. A dichos agentes que obran en nombre propio, se les sigue llamando «agentes mediadores», y se los distingue de los «especuladores» en sentido propio sólo porque lo peculiar de su negocio es que se encarguen en lo posible sólo de compromisos que puedan transmitir inmediatamente a otro, o sea, considerado *económicamente*, que *medien* sólo entre la oferta y la demanda *actuales*, y no *especulen* con los beneficios del cambio debidos a una modificación *futura* de la oferta y la demanda. Pero, naturalmente, se pasa de una actividad a la otra, ya que nadie puede impedir al agente que obra en nombre propio especular, y él lo hace si tiene ocasión. Dónde acaba la actividad del agente, indispensable para el tráfico actual, y dónde empieza la simple especulación con la diferencia, nadie puede decirlo. Y naturalmente, menos aún puede determinarse si una concreta operación a plazo es una cosa o la otra.[*]

De todo lo dicho se desprende lo siguiente: que es equivocada la idea de que los negocios bursátiles de especulación son una suerte de apuesta sobre la subida o caída de los cursos por encima o por debajo de un determinado nivel, de tal forma que dos especuladores cierran un negocio simulado de compra para un determinado día y por el correspondiente curso, y, según que los cursos suban o caigan en relación con dicho nivel, uno u otro paga la diferencia sobre la que ha apostado. Dichos negocios también se hacen, pero no en la Bolsa, sino por ejemplo en las tabernas americanas; allí, unos indicadores eléctricos regulados desde la Bolsa señalan la cotización de los cambios sobre unos contadores, y entonces se apuesta hacia dónde se moverá el indicador. Lo dicho hasta ahora nos ha mostrado, además, que en la Bolsa no se puede apreciar en absoluto si finalmente un negocio singular se va a cumplir mediante un negocio de realización y el pago de la diferencia, o mediante la recepción de la mercancía y el pago íntegro, y que también cuando es indudable la intención de cumplir sólo mediante un negocio de realización y no mediante la recepción efectiva —como en el caso de aquel molinero de nuestro ejemplo—, ello *por sí solo* no imprime mácula alguna al negocio en cuestión.

Además, se ve también en qué sentido es correcta la afirmación de que en la Bolsa se realizan continuamente transacciones sobre mercancías que «no existen en absoluto», la cual se hace derivar del hecho de que, si se suman los *quanta* comprados para un plazo, ascienden a más de la mercancía que está disponible en el mercado, y a veces a más de la que existe en absoluto de ella (por ejemplo, de un título). Naturalmente, si suponemos que las 1.000 toneladas de trigo antes citadas pasan por 20 manos, entonces, si se suman las cantidades de las 20 compras, se han vendido 20.000 toneladas, y sólo 1.000 de estas 20.000 están en la base de

estos negocios. Esto, desde luego, no ocurre sólo en el comercio bursátil. Cualquier caja de cigarros importados, hasta que llega a las manos del fumador, ha recorrido una pluralidad de manos, y ha sido pagada varias veces, y esto tiene su buena razón de ser en la necesidad de la división del trabajo entre aquellos que conocen el mercado de ultramar en donde se produce la mercancía y aquellos que conocen el mercado alemán que la consume, y también entre los comerciantes al mayor, familiarizados con la técnica de las vastas relaciones comerciales con ultramar, y los detallistas, conocedores de su círculo local de compradores. Si se suman todas las transacciones que se han concluido, una a continuación de otra, resulta también aquí que se han vendido más cigarros de los que existen. Lo cierto es que sólo la operación a plazo permite aumentar extraordinariamente el número de transacciones sobre el mismo *quantum*, y lo aumenta efectivamente; en este sentido, produce un efecto en sentido inverso a las demás tendencias generales de desarrollo de la organización comercial, que han reducido en forma creciente el número de los eslabones intermedios. El comercio a plazo produce efectos en esta dirección porque, al aplazar el cumplimiento, hace posible especular sobre el crédito, y simultáneamente presiona reduciendo la cuantía del crédito que el especulador necesita. Para participar en la especulación, basta con que el especulador pueda encontrar un contratante que lo considere lo bastante solvente como para poder cubrir en su momento la diferencia que pueda resultar en su perjuicio con la realización, si se frustra la especulación. Incluso esta exigencia se suprime en muchas Bolsas. En las Bolsas americanas existe una disposición según la cual todo especulador, cuando concluye un negocio, ha de depositar inmediatamente en un banco una caución en dinero, o «cobertura» *(marge, Einschuß)*, por la cuantía de un determinado porcentaje del importe total, que recobra después de la liquidación. Si más tarde el boletín de cotización señala una modificación de los cambios en perjuicio del sujeto en cuestión (por ejemplo, cuando ha comprado, un descenso de los precios), de tal modo que existe la probabilidad de que sólo pueda cumplir con una pérdida mayor de la que cubre su caución, entonces la otra parte puede exigir una «cobertura adicional» («*Nachschuß*») para cubrir este riesgo superior. En Alemania, en el comercio de productos, aparece muchas veces la institución de las «Cajas de liquidación», que tiene el mismo fin: los que participan en el tráfico sobre un determinado artículo (por ejemplo, en Hamburgo, café), han fundado una sociedad que cobra una caución a todo el que cierra un negocio a plazo sobre dicho artículo, y eventualmente cauciones adicionales, y que garantiza así con su patrimonio el cumplimiento de todos los negocios. Con ello se logra que ahora ya no importe ni tan sólo la persona del especulador, puesto que ya no se ha de confiar en modo alguno en su solvencia; uno es tan bueno como otro, una vez haya depositado la caución. Vemos, por lo tanto, que el comercio a plazo conduce a una poderosa *ampliación del mercado* de las mercancías y títulos sobre los cuales opera; tanto el número de transacciones como el círculo de las personas que participan en ellas, se han ampliado considerablemente.

Pero, indudablemente, se ha ampliado no sólo en el sentido de que puedan

participar en él las personas con menos medios económicos, sino también las menos expertas. El especulador que hoy juega a la baja con trigo, y que al mes siguiente pasa a la avena, no necesita tener el más mínimo vínculo profesional con ellos. Y a menudo no lo tiene, y juega en gran medida a ciegas, dejándose guiar por una oscura sensación sobre la posible dirección del movimiento de los precios, y faltándole toda formación para descubrir y valorar sus fundamentos internos. Precisamente, el mecanismo de la especulación es, relativamente, tan simple que también a quien profesionalmente se encuentra del todo alejado de él, pronto le parece lo bastante manejable como para poder cosechar donde no ha sembrado. En especial, la naturaleza del comercio a plazo sin duda ha facilitado de manera esencial el acceso a la especulación al público que se encuentra fuera. El comisionista al cual se dirige el profano, cuando le consta sin duda la solvencia del mismo, se contenta con exigir una cobertura por algún porcentaje, y coberturas adicionales en el caso de que los cambios se modifiquen en perjuicio del cliente, y por lo tanto aumente la probabilidad de pérdida, y con ello el riesgo del comisionista de que el cliente no pueda pagar dicha pérdida. Por lo demás, cierra el negocio por orden del cliente y por cuenta del mismo, y luego, cuando se aproxima el plazo, siguiendo sus instrucciones, cierra un negocio de realización o «prolonga» el compromiso, sea cerrando un contrato de doble por cuenta del cliente, o sea conservando él mismo, como «reportador», los títulos o mercancías hasta el siguiente plazo.

La posición del *comisionista* también se ha modificado de forma similar a la del agente. En el Código de comercio alemán, la regla es que el comisionista contrate con un tercero por orden de su cliente. Por consiguiente, está facultado y obligado a dicha conclusión. Frente al tercero, el cliente no tiene ninguna acción directa, y viceversa. El comisionista es quien ejecuta el negocio, recibe mercancías y dinero, y luego rinde cuentas al cliente. La posibilidad de ganancia y el riesgo del negocio corren por cuenta del cliente, y el comisionista recibe su comisión.[19] Con la ampliación del círculo del tráfico, esto se modifica en parte. El cliente no quiere tener ningún vínculo con un tercero cuya persona y solvencia no conoce, sino sólo con su comisionista. Por su parte, a éste le es penoso tener que rendir cuentas siempre de manera específica. Y a menudo esto no es posible en absoluto, porque cuando el comisionista recibe una pluralidad de órdenes de compra del mismo título, como es frecuente (por ejemplo, 5 órdenes distintas de compra inmediata de 10.000, 100.000, 30.000, 20.000 y 15.000 marcos, en total 175.000 marcos de importe nominal de un título), a veces sólo las puede despachar mediante tres compras (de 90.000, 60.000 y 25.000 marcos, que suman 175.000 marcos), a tres precios distintos, de manera que no le es en absoluto posible rendir cuentas en forma específica de cada partida singular; además, quizá prefiera cubrir una parte con sus propias reservas, porque una fuerte demanda encarecería excesivamente el precio para sus clientes. Por ello, hoy las leyes reconocen casi siempre al comisionista el derecho a la llamada «autoentrada»,[20] es decir, en lugar de tener que presentar una rendición especial de cuentas, le permiten cobrar al cliente simplemente el curso bursátil que indica el boletín de cotización en aquel

momento, porque entienden que de este modo el interés del cliente ya queda suficientemente protegido, y el comisionista puede ser controlado con seguridad; si esto es siempre cierto, ya lo veremos. El comisionista responde entonces personalmente frente al cliente del cumplimiento del negocio. Los comisionistas se sirven de este derecho casi sin excepción, y sin oposición de los clientes, a quienes sólo les importa la responsabilidad de su comisionista. Pero con ello, naturalmente, el velo que se corre ante lo que acontece en la Bolsa, para los clientes que están fuera, es aún más grueso que antes. Lo que sucede realmente tras este velo, cómo se verifica la cotización de los cambios, el cliente especulador no lo ve. La ampliación del mercado por atracción del público, de la forma en que la facilita la operación a plazo, sin duda alguna atrae al tráfico bursátil a gentes a quienes precisamente les ha de faltar toda pericia y también todo estímulo para poder sentirse por sí solas responsables de los beneficios y las pérdidas, y por lo tanto para analizar por sí mismas el desarrollo de los acontecimientos en la Bolsa.

Si ahora nos preguntamos por el significado económico que debe atribuirse a esta ampliación del mercado, por el interés que lleva a introducir en una Bolsa el comercio a plazo sobre un artículo, hallaremos en primer lugar un interés de los comerciantes de la plaza en cuestión. El aumento del número de transacciones aumenta la probabilidad de poder vender y comprar allí en cualquier momento grandes partidas de mercancía a los precios que allí se cotizan, y de los cuales informa el periódico. Estos precios son por ello los determinantes para los cálculos de los productores, vendedores y comerciantes, también de fuera de la plaza, y todo esto hace que las remesas de mercancías del extranjero se ofrezcan preferentemente a los comerciantes allí establecidos, para su comercialización, y que las órdenes de compra les lleguen sobre todo a ellos. De esta manera, aumentan de nuevo las transacciones. Y con ello, en primer lugar, se elevan las posibilidades de ganancia de los comerciantes de aquella plaza. Pero, en segundo lugar, con ello crece también la importancia económica y el poder de la plaza entera frente a las demás y frente al extranjero. El comerciante que opera en una plaza con un gran mercado puede emprender de forma extraordinariamente más fácil la adquisición en firme de grandes remesas de mercancías del extranjero, puesto que, a consecuencia de la posibilidad más arriba examinada que tiene de asegurarse frente a las oscilaciones de precios, se expone a un riesgo mucho menor. Y este aumento del poderío de las Bolsas nacionales en relación a las extranjeras, que produce sin duda el comercio a plazo, significa también un colosal aumento del poderío financiero, y por lo tanto político, del Estado nacional. Políticamente, no es indiferente que sea la Bolsa de Berlín o la de París la que ofrezca a potencias extranjeras necesitadas de dinero, como por ejemplo Italia y Rusia, las mejores oportunidades para colocar títulos de deuda. Y, para los intereses económicos internos, no es indiferente el que sean los comerciantes nacionales o los extranjeros quienes dominen los mercados, ni dónde se concentra el tráfico en el mercado mundial de un artículo de importancia para el consumo y la producción internos. Sin duda, el mayor poderío del mercado en cuestión se paga con varios efectos secundarios peligrosos. Ante todo, con el indudable

aumento de la participación de no profesionales en la especulación y, con ello, de la pasión del público por el juego, y de la oportunidad de satisfacerla en la Bolsa. Por supuesto, no debe sobrevalorarse el alcance del negocio a plazo en este sentido. El público sólo juega si un banquero le concede crédito para hacerlo, también en el negocio al contado, por ejemplo comprando al contado títulos a la espera de una subida de las cotizaciones, y, en los últimos años, los sucesos más desagradables de este tipo —por ejemplo, los que se han zanjado en el proceso Polke— han sido precisamente negocios de especulación *al contado.* Pero la especulación en forma de negocios al contado implica para el público un peligro mayor que las especulaciones a plazo, porque las oscilaciones de precios son más fuertes. Por ello, debe evitarse creer que eliminando el negocio a plazo se elimina la especulación. En el *quantum*, sin duda, quedaría algo limitada, porque sería más costosa, pero en la *calidad*, sería extraordinariamente menos sólida, porque al faltar un mercado amplio sería mucho más arriesgada; así lo muestra de la forma más clara la Bolsa neoyorquina, que carece de la operación a plazo sobre valores.

Por ello, el propósito de reprimir la especulación, o por lo menos sus peligros para el público, no puede ser en modo alguno el punto de vista *central* desde el cual abordar el tratamiento legislativo del comercio bursátil.

Desde luego, es bueno que *además* se pueda servir a la finalidad de proteger en lo posible a los inexpertos frente al abuso. A este respecto, una sede central de los más diversos daños se encuentra sin duda en la forma de comportamiento de los *comisionistas* frente a sus clientes. El comisionista, como vimos, por la vía de la autoentrada, puede sustraerse a la rendición de cuentas sobre la forma de ejecución del negocio, cobrando al cliente el precio bursátil cotizado oficialmente. Pero el comisionista puede infl uir en gran medida en la fijación, mediante sus propios negocios de especulación, sobre todo cuando se trata de títulos que no se encuentran en el comercio por importes muy elevados, los llamados «valores de baja cotización» *(kleine* o *leichte Papiere).* En este supuesto, cualquier oferta de compra singular que aparezca en el mercado aumenta el precio en una proporción considerable; esto ocurre, sobre todo, en el caso de aquellos títulos que el mismo comisionista lleva al comercio poniéndolos en circulación, y de los cuales él mismo posee las mayores reservas. Así, resulta sencillo hacer lo que se llama «fabricar la cotización» y «desbaratar la especulación». Es decir —al menos para exponer un caso—, el comisionista, por ejemplo, induce a su cliente a darle una orden de compra de dicho título para fin de mes. Una vez el cliente se la ha dado, y ha efectuado el pago de la cobertura correspondiente, recibe la noticia de que el comisionista ha «hecho» el negocio «para él», al cambio bursátil que se ha cotizado aquel día, es decir, que le entregará los títulos por dicho precio. El comisionista, en lo posible, ha provocado artificialmente dicha cotización, apareciendo en el mercado como interesado en comprar un pequeño importe a un alto precio. Luego, pone a la venta pequeñas cantidades de aquel título tomándolas de sus propias reservas, a un precio más bajo. A consecuencia de ello, en el boletín de cotización aparecen cambios más bajos, y el comisionista exige entonces a su cliente las coberturas adicionales pactadas para tal supuesto, con el fin de cubrir su presunto

riesgo. Si el cliente no paga estas coberturas, o no lo hace a su debido tiempo —y en las condiciones del negocio, a menudo se estipula que el pago debe hacerse dentro de las veinticuatro horas—, normalmente, según dichas condiciones, la consecuencia es que el comisionista tiene derecho a tratar al cliente como si se encontrara en mora, y a proceder al cumplimiento forzoso, de manera que el cliente ha de pagar la diferencia. Estas manipulaciones desleales son, sin embargo, mucho más difíciles cuando se trata de valores de alta cotización; es difícil influir sobre su precio, y además la tentación de hacerlo básicamente sólo aparece cuando la misma persona es simultáneamente comisionista (es decir, hombre de confianza del cliente) y especulador por cuenta propia. Cualquier intento de reforma tendría que comenzar por aquí.

Incluso desde el punto de vista de la generalidad, más importante que la cuestión de si y cómo se puede proteger al público de las consecuencias de su propia pasión por el juego, lo es la cuestión de qué influencia ejercen las formas del tráfico negocial, especialmente del comercio a plazo, sobre el modo en que la Bolsa desempeña su más importante función, la *formación de los precios.* Aquí también atractivos y sombras del comercio a plazo se encuentran casi indisolublemente unidos. Sin duda, desempeña de la manera técnicamente más perfecta la función de *igualación* de los precios, útil en alto grado y esencial para el comercio de especulación. El arbitrajista, al comprar barato en París y vender caro en Londres simultáneamente, aumenta la demanda allí y la oferta aquí, y por lo tanto distribuye *espacialmente* las existencias. El especulador, cuando, después de la cosecha, esperando un aumento de los precios, compra en invierno cereales para junio, y vende en primavera para junio, hace con ello que, en invierno, una parte de los poseedores de cereales no los venda entonces en plaza a un precio más bajo, sino para el plazo de junio, y al precio que el especulador le promete para el mismo, es decir, hace que los conserve en depósito hasta que llegue el plazo. Por lo tanto, reduce la oferta actual y hace crecer la de existencias almacenadas para el futuro, distribuyéndola así *temporalmente*, a lo largo del año.[*] Las bruscas oscilaciones en la situación general de los precios que se producirían si no existiera especulación, quedan de esta manera suavizadas. Pero, evidentemente, en el lugar de las amplias y empinadas ondulaciones de precios, aparece un encrespamiento de ondas que vibra diariamente. Y ello porque el éxito de la especulación depende enteramente del desarrollo de la tendencia a la compra o a la venta de los participantes, por lo que es muy sensible a cualquier acontecimiento que implique una posibilidad aún muy indeterminada de influir de algún modo sobre la tendencia actual o futura a la compra. Un fuerte aguacero en época de cosecha se hace perceptible en los precios a plazo de los cereales, y cualquier noticia política —también la falsa— influye sobre los precios de numerosos títulos. Esta agitación de los precios, cuyas causas a menudo no son totalmente comprensibles, es naturalmente incómoda, sobre todo en el caso de los productos, para los fabricantes. En relación con ello, surge el reproche, acertado en cierto sentido, de que el comercio a plazo también se encuentra muy fácilmente al alcance de la infl uencia artificial sobre los precios en interés egoísta de los

grandes bancos o de especuladores concretos. En primer lugar, y de manera muy general, esto es en cierta medida así porque el comercio a plazo facilita el acceso a la especulación también a quien no posee ningún capital propio. La gran multitud de pequeños especuladores, provistos casi únicamente de buenos pulmones, libreta y lapicero, y asimismo el público poco crítico, no suelen tener casi ninguna otra opción que seguir la consigna dada «desde arriba» —es decir, por los grandes bancos—; por lo tanto, cuando, por cualquier razón, desde allí se llevan al alza los precios mediante ofertas de compra caras, ellos también a su vez compran a ciegas para la especulación. A pesar de ello, cada uno sabe perfectamente que este aumento de los precios dará paso de improviso a la situación contraria, pero espera que esto no sucederá hasta que *él* haya realizado con beneficios, de manera que la pérdida cierta que se espera afecte a *otro*, como en el *«juego del tizne».* A esta causa generalísima, relativa a la facilidad para influir sobre los precios a plazo, se añaden además maniobras específicas de los especuladores, que a menudo remiten a la forma técnica del negocio a plazo. Las formas más imponentes en las cuales se consuman dichas manipulaciones son los llamados acaparamientos *(corners* o *Schwänzen).* Es el supuesto de que un importante especulador, o varios que se asocian con este fin, se comprometen en una dirección (especialmente al alza), tratando de hacer imposible a los interesados contrarios el cumplimiento de sus obligaciones en el plazo fijado, para dictarles luego un precio diferencial. Así, el ministro ruso de Finanzas, para arruinar a los especuladores a la baja sobre billetes de rublos en la Bolsa de Berlín, hizo comprar secretamente a través de un banco berlinés poco más o menos todos los billetes de rublos que se hallaban disponibles en el mercado de Berlín, de tal manera que los bajistas, que no lo habían advertido, al aproximarse el plazo en el cual tenían que efectuar la entrega, no pudieron comprar ni pedir prestado ningún billete para cumplir sus obligaciones, y finalmente se vieron obligados a dirigirse al mismo ministro ruso de Finanzas con el ruego de que se aviniera a vendérselos por medio del banco mencionado.[21] De todos modos, estos precedentes, que aun cuando se repasan varias décadas, en Alemania se cuentan como máximo por docenas, son accesos de fiebre pasajeros, que acaban en la quiebra de unos cuantos especuladores, y finalmente, casi siempre, con la del mismo especulador. Y, sobre todo, no están en modo alguno ligados a la forma del negocio a plazo, sino que en nuestro país la mayoría de las veces se ponen en práctica mediante negocios al contado, de una forma que aquí no se describirá en sus pormenores.

Los reproches que realmente pueden hacerse al comercio a plazo como tal, se reconducen casi todos al hecho de que facilita la participación de especuladores poco críticos y sin patrimonio. Pero estas facilidades son sólo el reverso de la ampliación del mercado que se ha conseguido a través del comercio a plazo, y su significado positivo para la economía nacional lo vimos más arriba en sus líneas generales. Desde el punto de vista del interés de una nación por su poderío político y económico, no es viable prohibir *unilateralmente* en su territorio el comercio a plazo sobre un artículo, a causa de estas sombras; con ello, en lugar de reprimir la especulación, que es lo que se pretende, simplemente se la empuja hacia el

extranjero, pero con ello también se desplaza el mercado relevante para este artículo, fortaleciendo así el poder financiero exterior. La mayor tentación por el juego del público nacional, y las pérdidas que por ello adeuda, se han de soportar como parte de los costes de la guerra en el círculo de las naciones por el dominio económico. Cuando, en un caso singular, parece deseable suprimir el comercio a plazo, sólo debería entrar en consideración un *acuerdo internacional.*[*]

Lo que debería pretender una política bursátil racional en materia de control del tráfico, que partiera de los intereses del poderío alemán, se inscribe, en mi opinión —en tanto no entren en consideración cuestiones técnicas particulares, como la forma de cotización de los cambios, la regulación de los negocios de comisión, o las normas sobre las condiciones del comercio de cereales a plazo—, sólo en las siguientes direcciones aproximadas: el concurso directo de especuladores sin capital en el tráfico bursátil es estéril y nocivo, y por lo tanto es deseable exigir una prueba de patrimonio para la admisión, aunque no sea ciertamente demasiado fácil de llevar a cabo,[22] La especulación sobre valores de baja cotización *(kleine Papiere)* es nociva y debe prohibirse, pero no únicamente en la forma del comercio a plazo. La formación de un mercado de especulación, incluso cuando la especulación se reviste con la forma del negocio al contado, no puede ocultarse fácilmente de forma duradera; por ello, para hacerle frente de forma efectiva, sería suficiente con la negativa a la cotización de cambios y la prohibición de todo tipo de informes en los periódicos. Debería quedar rigurosamente prohibido reproducir en los periódicos alemanes los cambios de cualquier título no admitido en las Bolsas alemanas, y las noticias a él referidas, siempre que, según la apreciación de la autoridad competente, aparezca fundada sospecha de transmisión más o menos amplia del título a manos de capitalistas alemanes, y eludiendo las Bolsas alemanas.[23] Además, debería atribuirse a las autoridades estatales un derecho de inspección y de veto del comercio bursátil sobre todos los objetos en general, y sobre el comercio a plazo en particular. En relación con esto último, debería hacerse uso de esta atribución sólo en el caso de haber alcanzado acuerdos internacionales para aquellos objetos concretos cuya prohibición parece deseable. Fuera de ello, simplemente debería castigarse con una pena la inducción a la especulación de personas inexpertas e irreflexivas, tal como se ha hecho en la Ley de Bolsas.[24]

En tanto las naciones, aunque militarmente vivan en paz, sostengan una lucha económica implacable e inevitable por su existencia nacional y por el poder económico, a la realización de postulados puramente teóricos y morales le están trazadas estrechas fronteras, precisamente porque tampoco económicamente el desarme *unilateral* es posible. Una Bolsa fuerte no puede ser precisamente un club para la «cultura ética», y los capitales de los grandes bancos son tan poco «instituciones benéficas» como puedan serlo los fusiles y cañones. Para una política económica que aspire a alcanzar fines *en esta dirección*, aquéllos sólo pueden ser una cosa: *instrumentos de poder* en la lucha económica. Si la exigencia «ética», en el momento de conformar estas instituciones, redunda *también* en su provecho, la acogerá de buen grado. Pero, *en última instancia*, tiene el deber de

velar para que fanáticos o apóstoles de la paz económica ajenos a este mundo no desarmen la nación.

BIBLIOGRAFÍA DEL AUTOR

1. *Sobre la Bolsa de valores*

Saling, *Börsenpapiere,* revisado por Siegfried, volumen I. (Una *muy* buena exposición, en su género, del aspecto *técnico* del comercio de valores.)
Struck, *Die Effektenbörse. Eine Vergleichung deutscher und englischer Zustände,* Leipzig, 1891. (Describe particularmente la Bolsa de valores más altamente desarrollada del mundo —Londres—, basándose en material inglés.)
Ehrenberg, *Die Fondsspekulation und die Gesetzgebung,* Berlín, 1883. (Historia de la lucha de la legislación contra la especulación y contra el llamado «negocio diferencial».)

2. *Sobre la Bolsa de productos*

Fuchs, *Der Warenterminhandel, seine Technik und volkswirtschaftliche Bedeutung,* Leipzig, 1891. (Breve, muy adecuado para una introducción.)
Schumacher, en una serie de artículos contenidos en los *Konrads Jahrbüchern,* volumen 64 y siguientes, especialmente sobre el *comercio americano a plazo sobre cereales.* (Hasta ahora, la mejor monografía de su género.)

3. *Sobre la reforma bursátil alemana*

Las numerosas ediciones y comentarios a la Ley de Bolsas del Reich.

Además, el informe de la *Börsen-Enquete-Kommission* (en edición económica).
En la *Zeitschrift für Handelsrecht,* volumen 43 y siguientes, he tratado de elaborar el material que han proporcionado los extensos debates de la *Enquete-Kommission,* que llenan 5 volúmenes.
Otra elaboración aparece bajo el título *Börsenreform in Deutschland,* de Pfleger y Gschwindt, hasta ahora 2 cuadernos, 1896.
Por lo demás, puede compararse, en particular, G. Cohn, *Zur Börsenreform,* 1895.

NOTAS

NOTAS A LA INTRODUCCIÓN

1. Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie, Westdeutscher Verlag, Colonia y Opladen, 1963, pp. 53-58, p. 54.

2. Max Weber, *Gessammelte Aufsätze zur Soziologie und Sozialpolitik,* J. C. B. Mohr, Tubinga, 1924, pp. 256-322.

3. En general, sobre la política de defensa de los intereses agrarios, *cfr.* Fritz Hartung, *Deutsche Geschichte 18711919*, 6.ª ed., K. F. Koehler Verlag, Stuttgart, 1952, pp. 232244, y sobre los trabajos de Weber, *cfr.,* ampliamente, Arthur Mitzman, *La jaula de hierro. Una interpretación histórica de Max Weber,* Alianza Editorial, Madrid, 1976, esp. pp. 72-75, 79-83 y 112-124; es trad. del original inglés *The Iron Cage: An Historical Interpretation of Max Weber,* Alfred A. Knopf Inc., Nueva York, 1969.

4. Atendiendo al criterio del momento de ejecución del contrato, los negocios bursátiles pueden ser al contado o a plazo. En el negocio al contado, la ejecución del contrato sigue inmediatamente a su celebración. A él se opone el negocio a plazo. En éste, una vez celebrado el contrato, el cumplimiento se aplaza hasta una fecha posterior.

5. Cfr. *Arthur Nußbaum, «Die Börsengeschäfte», en la obra dirigida por Victor Ehrenberg,* Handbuch des gesamten Handelsrechts mit Einschluß des Wechsel-, Scheck-, See- und Binnenfahrtsrechts, des Versicherungsrechts sowie des Post- und Telegraphenrechts, *Leipzig, 1918, tomo IV, volumen 2.°, pp. 626-631.*

6. Para una buena introducción a sus investigaciones sobre el problema agrario y la Bolsa de valores, *cfr.* Reinhard Bendix, *Max Weber,* Amorrortu Editores, Buenos Aires, 1970, pp. 33-63; es traducción del original inglés *Max Weber. An Intellectual Portrait,* Doubleday & Company Inc., Nueva York, 1960.

7. *Cfr.* Hajo Holborn, *Deutsche Geschichte in der Neuzeit,* Fischer Taschenbuch Verlag, Frankfurt am Main, 1981, edición íntegra, vol. III, *Das Zeitalter des Imperialismus (18711945)*, pp. 46-51.

8. *Cfr.* Hajo Holborn, ob. cit., p. 57.

9. *Cfr.* Anthony Giddens, *Política y sociología en Max Weber,* Alianza Editorial, Madrid, 1976, pp. 27-32 y 46-48; es trad. del original inglés *Politics and Sociology in the Thought of Max Weber,* The Macmillan Press Ltd., Londres, 1972.

10. *Cfr.* Max Weber, «Zur Gründung einer NationalSozialer Verein», de 23 de noviembre de 1896, en *Gesammelte Politische Schriften,* ed. por Johannes Winckelman, J. C. B. Mohr, Tubinga, 1958, pp. 26-29, pp. 27-29.

11*.* *Cfr.* Carlo Mierendorff, «Porträt eines Politikers» (1920-1921), recogido en el volumen de König y Winckelmann, *Max Weber zum Gedächtnis,* cit., pp. 78-82, pp. 79-80; sobre sus relaciones con los trabajadores socialistas, los internacionalistas y los pacifistas *cfr.* también en el mismo volumen el artículo de Käthe Leichter, «Max Weber als Lehrer und Politiker» (1926), pp. 125-142, esp. p. 139.

12. *Cfr.* Max Weber, «Der Nationalstaat und die Volkswirtschafspolitik», *Akademische Antrittsrede* (Discurso

inaugural de Friburgo, 1895), en *Gesammelte Politische Schriften,* cit., pp. 1-25, pp. 12-14; sobre la *Antrittsrede, cfr*. Mitzman, ob. cit., pp. 83-85 y 124-131, y Giddens, ob. cit., pp. 23-32 y 40-42.

13. «Die Ergebnisse der deutschen Börsenenquete», *ZHR,* 43 (1895), pp. 83-219 y 457-514, 44 (1896), pp. 29-74, y 45 (1896), pp. 69-156; este propósito lo expresa en las pp. 83 a 98 del vol. 43.

14. «Die technische Funktion des Terminhandels», *Deutsche Juristen-Zeitung,* ed. por P. Laband, M. Stenglein y H. Staub, n.º 11, 1896, pp. 207-210, y n.º 13, 1896, pp. 248-250.

15. *Cfr.* v. Schulze-Gaevernitz, ob. cit., p. 54.

16. 1870-1954, escritora; participó en el movimiento de mujeres, y de 1919 a 1923 fue presidenta de la Federación de asociaciones de mujeres alemanas.

17. *Cfr.* Marianne Weber, *Max Weber. Ein Lebensbild,* Verlag Lambert Schneider, Heidelberg, 1950, pp. 225-228.

18. *Cfr.* Marianne Weber, ob. cit., pp. 228-229.

19. Ed. por J. Conrad, volúmenes 1 y 2, G. Fischer, Jena, 1895 y 1897.

NOTAS A LA TRADUCCIÓN

1. El llamado *Verlagssystem* fue, históricamente, junto con la manufactura, uno de los dos embriones principales de la transformación del capitalismo comercial en capitalismo industrial. Era una forma de organización descentralizada de la producción de bienes, y de centralización del suministro de materias primas y comercialización de los productos elaborados, En esta «empresa» *(Verlag)* rudimentaria, el capitalista comercial rompía con la anterior relación, puramente externa, con el modo de producción, y se convertía en un «empresario» *(Verleger)*: compraba las materias primas al por mayor, y las entregaba, anticipando el capital *(vorlegen)*, a artesanos y trabajadores a domicilio, para su transformación, y luego organizaba las ventas de forma centralizada. Este sistema se desarrolló sobre todo para la confección de tejidos y para la exportación. Puede describirse también como una industria descentralizada, porque el productor a domicilio pasaba a ser dependiente de la planificación comercial del empresario. En el siglo XVIII, a este sistema a menudo se lo denominaba «fábrica». Karl Marx ya hizo referencia a él en sus notas de carácter histórico sobre el capital comercial, *cfr. Das Kapital. Kritik der politischen Ökonomie,* vol. III de los *Karl Marx-Friedrich Engels Werke,* Dietz Verlag, Berlín, 1964, 2.ª ed., 1979, vol. 25, pp. 344-349, y trad. esp. ed. F. C. E., 2.ª ed., 9.ª reimp., 1974, vol. III, pp. 321-324. En la trad. esp. del libro de Maurice Dobb, *Estudios sobre el desarrollo del capitalismo,* Siglo XXI Editores, 4.ª ed., Madrid, 1984, p. 155, se traduce por «editor», pero ésta es otra acepción del término.

2. Los títulos a la orden *(Orderpapiere)* son transmisibles por *endoso*, es decir, mediante una anotación que se hace al dorso (= in dorso) del documento. El endoso hace posible la circulación del título, y por ello también se lo denomina *giro*, en el sentido de circulación, y junto al verbo endosar, se emplea también la expresión «girar», *cfr.* Hans Brox, *Handelsrecht und Wertpapierrecht*, 5.ª ed., Verlag C. H. Beck, Munich, 1985, pp. 230-231.

3. En el original se emplean casi siempre los términos «efectos» *(Effekten)* y «valores» *(Fonds)* indistintamente. Por ejemplo, se habla de la «Bolsa de efectos» *(Effektenbörse)* y de la «Bolsa de valores» *(Fondsbörse),* y el concepto es el mismo. También el art. 67 del C. com. español considera materia de contrato en Bolsa a los «valores y efectos públicos».

Ahora, es necesario introducir matizaciones. En la página 32 se enumeran como objetos de negocio en las Bolsas de valores las divisas y los títulos-valores: letras de cambio, efectos y valores. A continuación, se ha explicado la letra de cambio, y ahora se van a analizar los «valores *(Fonds)* en sentido estricto».
La letra de cambio es un título-valor no fungible, y que se utiliza como medio de pago. Los efectos y los valores son títulos-valores fungibles y que sirven a la inversión. ¿Qué diferencia existe entre estos dos últimos? Los valores en sentido estricto son una subcategoría de los efectos, y se corresponden a los efectos públicos (deuda pública) del ordenamiento jurídico español (y más en concreto, a los títulos de deuda del Estado, de la Administración Central). La denominación —*Fonds*— proviene del francés, y servía para designar una forma concreta de gestión de los ingresos públicos basada en el principio de afectación (determinados ingresos han de destinarse sólo a gastos determinados) que desapareció al abolirse dicho principio. La categoría general de los efectos comprende, por una parte, derechos de participación (acciones, *Kuxe*) y, por otra, derechos de crédito *(Schuldverschreibungen)* u obligaciones. Éstas pueden ser emitidas por sociedades o bien por el Estado. Las últimas, eran los *Fonds* o valores en sentido estricto. Para distinguir los títulos de deuda que emite la Administración Central de los que emite la Administración Local, a estos últimos se los denomina también obligaciones.

4. La *Gewerkschaft* es una forma societaria común en la minería. En la Ley de Minas *(BergGesetz)* prusiana de 1865, era una asociación de copropietarios *(Gewerken)* en mano común, carente de personalidad jurídica. Las participaciones *(Kux,* del checo *kusek),* que eran 128, no se movilizaban, y representaban cuotas, y no un importe nominal fijo, a diferencia de las acciones. Los asociados recibían los beneficios *(Ausbeute)* y quedaban obligados a responder por las pérdidas *(Zubuße)* ilimitadamente. Sólo podían liberarse de la obligación cediendo la participación a otro asociado.

5. En el original. Antes era muy corriente denominar así a las obligaciones, porque el pago de intereses a los obligacionistas es «prioritario» o preferente respecto al reparto de beneficios a los accionistas, y, genéricamente, la satisfacción de los obligacionistas precede a la de los accionistas.

6. Se conoce como «época de las fundaciones» *(Gründerzeit* o *Gründerjahre)* el período comprendido entre 1871 y 1873 en Alemania, caracterizado como un etapa de gran expansión económica, que sería la antesala de una fuerte crisis.
Anteriormente, ya se habían producido grandes crisis de especulación. Entre las primeras grandes crisis, destacan los fenómenos de especulación que se registraron paralelamente en Francia (el caso del banquero escocés John Law) e Inglaterra (el caso de la Compañía del Mar del Sur). En ambos casos, la especulación al alza sobre las acciones desembocó, tras un momento de pánico generalizado que indujo a todos a realizar el papel, a la quiebra de las compañías. John Law había fundado un banco en Francia que actuaba a base de descuentos, recepción de depósitos y emisión de billetes, operaciones hasta entonces desconocidas en Francia. Su sistema tuvo tanto éxito, que el gobierno lo convirtió en Banco Real. Law empleó los capitales en la fundación de la Compañía de Occidente, y en la adquisición de las acciones y privilegios de la Compañía de las Indias Orientales. Parecía que todo cuanto tocaba se convertía en oro, de manera que la especulación se abatió sobre estas acciones. La inflación era anormal y, cuando se anunció un dividendo ínfimo, se produjo la catástrofe. El valor de las acciones descendió vertiginosamente, y el pánico indujo a todos a realizar el papel que poseían (fue en 1720). Law tuvo que declararse en quiebra. La fiebre de especulación se había extendido a Inglaterra. Las acciones de la Compañía del Mar del Sur subieron continuamente, empujadas por el dinero sin colocación que procedía de París ante los primeros síntomas del fracaso del sistema Law. La crisis no tardó en producirse, y la compañía tuvo que ir a la quiebra. El desarrollo de las cotizaciones sólo puede explicarse por el hecho de que no se especulaba a la baja; no existía aún un comercio bursátil racional. Ambos casos mostraron que no se había llegado a la madurez para un régimen de comercio internacional. *Cfr.* Max Weber, *Historia económica general*, Fondo de Cultura Económica, México-Madrid-Buenos Aires, 1974, pp. 244-248, trad. del original *Wirtschaftsgeschichte,* Munich, 1923; Jaime Vicens-Vives, *Historia general moderna*, 9.ª ed., Montaner y Simón, Barcelona, 1974, vol. 2.°, pp. 107-108.
La crisis que se produjo en Alemania tras la «época de las fundaciones», a diferencia de las anteriores, fue ya una crisis de características más «modernas». A comienzos de los años setenta del siglo pasado, Alemania pasaba por una etapa de prosperidad, debida a su victoria en la guerra franco-prusiana y al impulso de la unificación. Francia había tenido que pagar tras su derrota una cuantiosa indemnización. El Estado alemán la empleó en gran medida para amortizar deuda pública, y el flujo de capital fresco al mercado hizo que los particulares se lanzaran a la caza del beneficio. Las creaciones de empresas, básicamente ferrocarriles y constructoras, y las fundaciones de sociedades anónimas, se multiplicaron de forma exorbitante (de ahí que se conozca a estos años como la «época de las fundaciones»). En 1871 y 1872, se crearon en Prusia unas 780 sociedades por acciones, frente a las aproximadamente 300 que se

habían creado entre 1790 y 1870. Esto lo favoreció la reforma de 1870 de la Ley de sociedades por acciones, que, estableciendo el principio de libertad de ejercicio económico, había suprimido prácticamente el requisito de la autorización previa para su constitución. Parecía que la expansión económica, que en un sector producía beneficios, sirviese para demostrar que en otros también los produciría. Se constituyeron sociedades de ferrocarriles antes de que existiera ningún valor real. Otro campo de especulación fue el de la construcción, para satisfacer las acuciantes necesidades de viviendas, sobre todo en Berlín. Esto llevó a su vez a la creación de todo tipo de empresas. Aparecían más fundadores, quienes, favorecidos por la liberalización de las leyes, lo que hacían era comprar una fábrica modesta, por ejemplo una fábrica de zapatos o una cervecería, y transformarla en una sociedad anónima, poniendo en la presidencia a un nombre ilustre, a ser posible con título nobiliario. Luego repartían propaganda en la que se prometía unas posibilidades ilimitadas de beneficios, se compraban las acciones y su cotización subía por efecto del clima psicológico reinante. Su éxito aparente impulsaba a nuevas inversiones y a proyectos de expansión cada vez más descabellados. Una fiebre de oro tan amplia y «democrática» no se había dado nunca hasta entonces. En conjunto, se crearon muchas más empresas de las que podían sobrevivir.
Y estalló la crisis. El detonante fue el *crash* de la Bolsa de Viena, durante la exposición mundial de 1873, que puso en evidencia que los títulos eran papel mojado. La crisis se propagó desde Viena a Berlín, y luego a toda Alemania. Las consecuencias fueron catastróficas, no sólo por las pérdidas, sino porque no se trataba únicamente de una crisis bursátil, sino de una crisis económica general a la que no escaparon ni las empresas más sólidas. El desenlace fue la concentración industrial y financiera, la formación de un proletariado y la caída de la política de comercio libre que se había seguido hasta entonces, *cfr.* Fritz Hartung, *Deutsche Geschichte 1871-1919*, 6.ª ed., K. F. Koehler Verlag, Stuttgart, pp. 68-72; Gordon A. Craig, *Deutsche Geschichte 1866-1945,* Verlag C. H. Beck, Munich, 1980, pp. 64-86; *Fragen an die deutsche Geschichte,* Deutsche Bundestag, Verwaltung Presse- und Informationszentrum, Bonn, 1981, pp. 184-192.

7. Los *Makler* alemanes son, en principio, corredores. La primera Ley de Bolsas *(Börsengesetz)* de 22 de junio de 1896 (en adelante, *Börsengesetz* de 1896), reguló la categoría específica de los corredores bursátiles *(Kursmakler*, §§ 30 y ss. de la *Börsengesetz* de 1896). El Código de comercio alemán de 10 de mayo de 1897, que entró en vigor el 1 de enero de 1900 *(Handelsgesetzbuch,* en adelante *H.G.B.),* reguló la categoría más general del corredor de comercio o corredor mercantil *(Handelsmakler),* al que define como aquel comerciante que se dedica profesionalmente a la mediación en los contratos sobre objetos del tráfico mercantil, en interés de otros, y sin estar permanentemente vinculado a ellos (§ 93.1 del *H.G.B.).* Por lo tanto, es un *corredor* o *mediador.* No interviene en la conclusión de los contratos, no cierra negocios, ni en nombre propio ni en nombre de otro, sino que prepara su conclusión. Y a cambio tiene derecho al corretaje, desde el momento en que se haya perfeccionado el contrato, y sin que sea necesaria su ejecución, recibiéndolo normalmente de ambas partes por mitad. En cambio, el *comisionista* cierra negocios, y lo hace en nombre propio, necesariamente, y por cuenta de otro, *cfr.* Julius von Gierke, *Handelsrecht und Schiffahrtsrecht,* 2.ª ed., Walter de Gruyter & Co., Berlín y Leipzig, 1926, pp. 119-122; Hans Brox, *Handelsrecht und Wertpapierrecht,* cit., pp. 131-135. El Agente de Cambio y Bolsa del C. com. español de 1885, a pesar de su denominación, *no es ningún agente* (no actúa en nornbre de nadie, sino en el propio, ni es un colaborador estable), *ni tampoco es un mediador* o *corredor*, porque no se limita a aproximar a las partes, normalmente (aunque puede actuar como simple corredor). Por regla general, *es un comisionista* que concluye operaciones en nombre propio y por cuenta del comitente, *cfr.* Joaquín Garrigues, *Curso de Derecho Mercantil,* tomo I, 7.ª ed., Madrid, 1976, pp. 681-683, y Eduardo Polo, «Sobre la calificación jurídica del Agente de Cambio y Bolsa», en AA.VV., *Lecturas sobre Bolsa,* Instituto de Estudios Fiscales, Madrid, 1977, pp. 175-204, esp. p. 200. Para guardar continuidad con la terminología que ha cristalizado en el ordenamiento jurídico español («Agentes de Cambio y Bolsa»), conservamos el término «agente (mediador)» para designar a los *Makler.* Bastará con recordar que ni los unos ni los otros lo son. Los primeros son comisionistas, y tienen el monopolio de los negocios que se concluyen en la Bolsa (al igual que los *agents de change* franceses descritos antes en el texto). Los segundos son en principio mediadores, pero no agentes. No tienen un monopolio en la mediación, y una parte de ellos —los agentes jurados *(vereidigte Makler, cfr. infra* p. 58)— reducen su papel al acto de cotización, y se limitan a servir de portavoces de los Bancos miembros de la Bolsa.

8. La Berliner Diskonto-Gesellschaft K.G. a.A. era una entidad bancaria, fundada en 1856, que, más tarde, en 1929, se fusionó con el Deutsche Bank A.G. (fundado en 1870), pasando a formar el Deutsche Bank und DiskontoGesellschaft, que en 1937 tomaría su actual denominación Deutsche Bank. Esta fusión se produjo durante la ola de concentraciones que siguieron a la crisis económica mundial (fusión del Commerzbank con el Mitteldeutsche Kreditbank, y del Dresdener Bank con el Danatbank, que se hallaba en dificultades financieras), que redujo considerablemente el número de instituciones bancarias y consolidó el sistema actual de grandes bancos, *cfr.* Hugo Ott y Hermann Schäfer (eds.), *Wirtschafts-Ploetz, Die Wirtschaftsgeschichte zum Nachschlagen,* Verlag Ploetz, Freiburg-Würzburg, 1984, p. 226.

9. El § 7.1 n.º 1 de la *Börsengesetz* de 1896 prohibía la entrada de las mujeres en la Bolsa. La prohibición se mantuvo en los mismos términos en el § 7.1 n.º 1 de la segunda Ley de Bolsas de 27 de mayo de 1908 (en adelante, *Börsengesetz* de 1908). Fue levantada por la Ley de 28 de diciembre de 1921, que dispuso la admisión de las mujeres en la Bolsa, *cfr.* Julius von Gierke, *Handelsrecht und Schiffahrtsrecht,* cit., p. 485.

10. Los Älteste der Kaufmannschaft eran corporaciones de comerciantes que surgieron a partir de los inicios del siglo XIX en las plazas mercantiles más importantes de Prusia. Sus orígenes históricos se encuentran en tipos variados de órganos de los comerciantes que se remontan al siglo XIV. Estas corporaciones gozaban de capacidad jurídica, y eran organismos que se autoadministraban. En ellas tuvieron su origen algunas Cámaras de Comercio posteriores. La más importante de ellas era los Älteste der Kaufmannschaft de Berlín, creada en 1820. En 1920 se uniría a la Cámara de Comercio de Berlín, *cfr. Brockhaus Enzyklopädie in zwanzig Bände,* tomo I, 17.ª ed., F. A. Brockhaus, Wiesbaden, 1966, voz *Älteste.*

11. § 32.1 de la *Börsengesetz* de 1896, que reproduciria el § 32.1 de la *Börsengesetz* de 1908. Pero ya la misma Ley establecía una excepción a la prohibición, que en la práctica serviría para eludirla: cuando ello fuere necesario para cumplir la orden que se les hubiere encomendado. *Cfr. infra,* pp. 94-96.

12. En el original.

13. En el original.

14. *Engagement*, en el original. Por negocios bursátiles *(Börsengeschäfte),* ha de entenderse todos los negocios del tráfico bursátil; el concepto de «especulación» *(Engagement)*, en cambio, es distinto y más amplio. En el lenguaje corriente, el empleo de ambos términos es vacilante; el término *Engagement* a veces también se usa para describir el negocio concreto, o la obligación derivada del negocio, o el conjunto de obligaciones de un especulador. Pero técnicamente, por especulación *(Engagement)* se ha de entender el *acto singular de especulación* que se realiza en la Bolsa. La especulación empieza con un negocio inicial *(Eröffnungsgeschäft),* y finaliza (se «liquida», «realiza», «cubre») o bien con un negocio contrario o negocio de cobertura *(Gegengeschäft),* o, excepcionalmente, con un acto unilateral de uno de los contratantes (el llamado cumplimiento forzoso *—Zwangsregulierung—).* La diferencia de precio entre el negocio inicial y el negocio de cobertura abre paso a un beneficio o una pérdida. Entre el negocio inicial y el acto de liquidación, pueden interponerse negocios de doble *(Prolongationsgeschäfte,* también denominados *Reportgeschäfte, cfr. infra,* pp. 91-92), cuando el especulador quiere proseguir la especulación hasta más allá del tiempo de cumplimiento del negocio inicial, ya sea para evitar una pérdida o para aumentar el beneficio. La especulación puede ser tanto al alza como a la baja. El esquema normal, hasta aquí descrito, es siempre el mismo: negocio inicial-negocio de doble-negocio de cobertura. En la legislación (en concreto, en la *Börsengesetz* de 1896) y en la jurisprudencia, muchas veces las expresiones «prolongación» y «liquidación» no se referían a la especulación, sino al negocio singular inicial. Esto era inexacto, y fue causa de confusiones, *cfr.* Arthur Nußbaum, en el *Handbuch* de Ehrenberg, cit., pp. 545-547, y v. Gierke, *Handelsrecht und Schiffahrtsrecht,* cit., pp. 487-488.

15. Se describe aquí el negocio de doble o de reporte *(Reportgeschäft)* como un préstamo de dinero o de títulos o mercancías. Aunque por su forma el negocio de doble *(Reportgeschäft)* se presenta como una compra al contado y venta simultánea a plazo, el *proceso económico* al que sirve es el mismo que en un préstamo asegurado con garantía. Se trata de dos ámbitos distintos. Desde el momento en que la doctrina intentó hacer derivar la forma jurídica del negocio a partir de su fin económico, la bibliografía jurídica alemana se vio dominada por una larga discusión sobre la naturaleza jurídica del contrato de reporte, que alimentó muchas páginas, pero carecía de importancia práctica (las consecuencias económicas típicas del préstamo podían lograrse a través de los negocios jurídicos más variados —donaciones onerosas, contratos de compraventa con determinados pactos, arrendamiento de servicios—). Lo decisivo era la forma jurídica, y ésta aparecía claramente como una mezcla de un contrato de compra y otro de venta. Fue ésta la interpretación que acogió el Reichsgericht y que cristalizó después en textos positivos, *cfr.* Arthur Nußbaum, en el *Handbuch* de Ehrenberg, cit., pp. 585 y 588-589. El Reglamento español de Bolsas de Comercio de 30 de junio de 1967 define la doble como compra al contado o a plazo de valores al portador, y reventa simultánea a plazo y a precio determinado a la misma persona de títulos de la misma especie

(art. 125). Sobre su calificación jurídica —contrato de naturaleza especial, distinto de la compraventa y el préstamo, o compraventa especial—, *cfr.* Joaquín Garrigues, *Curso de Derecho Mercantil,* tomo II, 7.ª ed., Madrid, 1980, pp. 354-355; Agustín Vicente y Gella, «El contrato de dobles», en *Lecturas sobre Bolsa,* cit., pp. 299-313, *passim*.

16. Los negocios bursátiles a plazo históricamente han quedado sometidos a fuertes limitaciones; la razón ha sido impedir el juego en la Bolsa. Sin embargo, en ningún país la materia se desarrolló tanto ni de manera tan complicada como en Alemania. No sólo por razones de técnica legislativa, sino sobre todo porque era un objeto de controversia entre los partidos políticos. La complejidad de la regulación se explica por la importancia política del tema. Y así, el Derecho resultante tuvo «el carácter de un compromiso que sólo pudo lograrse estableciendo a cada principio excepciones, y luego excepciones a las excepciones» (Nußbaum). A oscurecer la regulación contribuyó también el desconocimiento, por parte de la legislación y la jurisprudencia, de factores técnicos y económicos importantes de los negocios bursátiles. Las primeras limitaciones las estableció la jurisprudencia, fijando una serie de presupuestos en presencia de los cuales el negocio debía considerarse como un juego, faltándole en consecuencia la exigibilidad, de acuerdo con las normas generales. Luego los presupuestos se fueron ampliando, hasta desembocar en la *Indizienlehre* (para poder oponer la inexigibilidad, ya no era necesaria la prueba de la exclusión de entrega de la cosa y pago del precio a partir de las declaraciones de las partes; bastaba con poder deducirla de indicios, como por ejemplo la imposibilidad de una de las partes de efectuar el pago íntegro). Luego, el § 764 del Código civil alemán de 18 de agosto de 1896 *(bürgerliches Gesetzbuch,* en adelante, *B.G.B.,* que entró en vigor el 1 de enero de 1900), asimiló el negocio diferencial al juego, siempre que constara prueba de la intención de cumplir pagando solamente la diferencia; si era así, no podía reclamarse lo pagado (§ 762 del *B.G.B.,* paralelo al art. 1798 del C.c. español). Pero los resultados no eran satisfactorios, debido a la dificultad de prueba de la *intención* de cumplir pagando sólo la diferencia, y no con la entrega efectiva. Por su parte, la *Börsengesetz* de 1896 se dirigió no contra el negocio diferencial, sino contra el negocio a plazo como tal. Un campo considerable del comercio a plazo quedó totalmente prohibido: el de los cereales y sus derivados, y también el de las participaciones en las empresas fabriles y mineras (§ 50.2 y 3 de la *Börsengesetz* de 1896), o sea, el de los negocios a plazo más importantes. La eficacia de los negocios a plazo que no quedaban prohibidos, se hizo depender del requisito de la inscripción de los contratantes en un «Registro de Bolsas». La Ley fracasó en su aplicación práctica. La *Börsengesetz* de 1908 suprimió entonces el Registro de Bolsas, y limitó las prohibiciones, tanto en su extensión como en los efectos de su violación. Se mantuvo la prohibición del comercio a plazo de cereales y sus derivados (§ 65), se declaró lícito el comercio a plazo de participaciones en empresas fabriles y mineras, siempre que mediara autorización del Bundesrat (§ 63.1), y subsidiariamente el Bundesrat podía prohibir el comercio a plazo de determinadas mercancías o títulos, o hacerlo depender de ciertas condiciones (§ 63.3). Junto a la regulación de la *Börsengesetz* de 1908, se mantuvo la de los §§ 764 y 762 del *B.G.B.* y, por lo tanto, la confusión sobre la normativa aplicable: la del negocio a plazo *(Termingeschäft, sedes materiae,* la *Börsengesetz)* o la del negocio diferencial *(Differenzgeschäft, sedes materiae,* el *B.G.B.),* y las dificultades de su aplicación. El primero, es una pura forma negocial, que puede servir tanto a fines negociales justificados (lícitos) como injustificados (ilícitos); su opuesto es el negocio al contado. El segundo, introduce un concepto *material*, el de *juego*, oponiéndolo al de negocio justificado *(berechtigt)* por un fin económico. La jurisprudencia jugó un notable papel en la interpretación de la nueva normativa, pero en un sentido distinto al que tuvo durante la primera etapa. Antes de la *Börsengesetz* de 1896, y durante los primeros años de su vigencia, la jurisprudencia partió sobre todo de consideraciones económicas, a medio camino de las políticas; del contenido y forma de las decisiones, a menudo puede entreverse cuál era el conflicto de opiniones subyacente. Luego ocurrió lo contrario. La jurisprudencia fue impregnándose de un formalismo muy poco adecuado a la materia tratada, aunque los resultados eran buenos, a pesar de que a veces sólo lo fueran por casualidad, *cfr.* Nußbaum, en el *Handbuch* de Ehrenberg, cit., pp. 626-631. La prohibición de las operaciones a plazo en el Derecho alemán se mantuvo hasta 1970, *cfr.* José Antonio Aguirre Rodríguez, *La Bolsa en España* y *en el mundo occidental,* Instituto de Estudios Fiscales, Madrid, 1976, p. 472.
La historia de la regulación española de las operaciones a plazo sigue —como en tantas otras cosas— un movimiento pendular. El C. com. de 1829 no reguló las Bolsas de comercio. Sáinz de Andino, autor del proyecto del C. com., redactó después de su promulgación un proyecto de reglamentación de la Bolsa de Madrid, que sirvió de base al Real Decreto de 10 de septiembre de 1831 que creó la Bolsa de Madrid, la primera regulación de la materia. Autorizó las operaciones a plazo, incluidas las diferenciales y al descubierto. La Real Orden de 27 de octubre del mismo año liberalizó aún más el régimen de licitud, abriendo la posibilidad de callar los nombres de los comitentes en las operaciones a plazo. Fue derogada por Real Orden de 1841, porque había dado ocasión a que los agentes negociaran por cuenta propia, en contra de la prohibición del artículo 99 del C. com. de 1829. Pero parece que los abusos continuaron, y la Bolsa se hallaba monopolizada por unos cuantos agiotistas. En 1846 hubo una crisis debida al abuso de las operaciones a plazo al descubierto. El sistema de prohibición absoluta de las operaciones a plazo lo inauguró el Real Decreto de 5 de abril de 1846. El rigor de la prohibición y de las sanciones tuvo

resultados peores de los que se trataban de evitar. Hubo críticas, en el sentido de que la prohibición había suprimido la contratación legítima, y había hecho aumentar la ilegítima y clandestina, sin garantías. El Real Decreto de 8 de febrero de 1854 autorizó las operaciones a plazo, si no excedían del último día del mes y el vendedor estaba en posesión de los títulos, excluyendo las diferenciales y al descubierto, consideradas como un puro contrato de juego encubierto y, por lo tanto, ineficaces para engendrar acción. Esta sanción pasaría después al actual artículo 1798 del C. c. Pero en la práctica era casi imposible conocer la verdadera intención de los contratantes, y se hacía preciso acudir a indicios (profesión del dador de la orden, medios económicos, etc.). El Decreto de 12 de enero de 1869 estableció un sistema de amplia libertad, hasta 1874. Luego, los artículos 75 y 76 del C. com. vigente de 1885 codificaron un criterio liberal y permisivo, que admitía las operaciones a plazo a excepción de las diferenciales. En 1890 se creó la Bolsa de Bilbao. El sistema del C. com. de 1885 se mantuvo hasta 1936. Al estallar la guerra, las Bolsas fueron clausuradas.
En la plaza de Barcelona, «la primera sede del mercado de capitales hasta 1936» (Cabana), las operaciones a plazo fueron desde siempre totalmente libres, y eran además las protagonistas de la contratación. Primero se realizaban en el Casino Mercantil, fundado en 1860 con el carácter de entidad privada de carácter civil limitada a los socios, que pagaban unas cuotas, y que tenía su sede en la calle Avinyó. Al margen del Casino, existía el Colegio de Corredores Reales de Comercio, que tenía carácter público y operaba en la Lonja; empezó entonces la historia de la vieja rivalidad entre ambos. En 1880-1881 se produce una fiebre de especulación (el tema de la novela de Narcís Oller, *La febre d'or*, junto con el de la Exposición mundial de 1888). Atravesó dos fases, la subida y el *crash*, y marcó la transformación económica del país. Narcís Oller pone en boca del «bueno» de Bernat Foix, el cajero, hermano de un personaje principal, Gil Foix, unas reflexiones que recuerdan los argumentos de Weber dichos por un buen hombre que quizá se hubiera sentido atraído por ellos:

Las sociedades anónimas —continuó Bernat— son la palanca más poderosa del progreso material. Miren esta calle: piensen un poco en lo que ven, y comprobarán lo que digo. Allá abajo, el Banco de España, la Casa Girona; más cerca, la Compañía de Carriles Económicos, el Crédito Mercantil; más para acá, el Banco de Préstamos y Descuentos, la Catalana General de Crédito, la Compañía Catalana del Gas, varias sociedades de seguros (...) Y, ¿cuándo, cómo y de qué manera han podido crearse estas casas? Aprovechando las revoluciones del crédito, estas fiebres de oro. No lo duden: existe una ley providencial que, de vez en cuando, despierta el afán de riquezas, y vienen estas fiebres que enturbian la razón y los ojos de la multitud desconfiada, y lanzan hasta al mismo avaro al mar de la especulación. Pues esto es necesario, porque sólo así se restituye al común aquello que el egoísmo le roba. Sólo así pueden devolverse al torrente circulatorio las riquezas que el miedo había empantanado y las que la codicia del avaro iba escondiendo. Sólo así se concentran en manos inteligentes y útiles estos grandes capitales que la industria, el comercio y el progreso general reclaman.
—¡Hombre, hombre! —exclamó Rodon—; si tanto apuramos, usted nos llevará al socialismo: por aquí, llegaremos a declarar que la propiedad individual, las pequeñas fortunas, no se ha de consentir; ¡que hay un derecho a destruirlas!
—Yo no sostengo tanto; me quedo a medio camino; y digo que es beneficioso desamortizarlas. Pero, si usted quiere, iré más lejos. ¡Que se destruyan! ¿Y qué?
—¿Cómo, y qué? —dijo Foix muy alarmado—. ¡Hombre, con qué sangre fría lo dices!
—Con la misma sangre fría con que un general mira a sus soldados muertos en el campo de batalla.
—¡Vaya una comparación!
—Exacto. ¿Por qué no se conmueve el general? Porque considera aquel sacrificio necesario para la humanidad, para la nación o para el orden. Lo pusieron en medio del combate, y él ha cumplido con su deber. Aquí la causa es igual, señores, es igual. La sociedad tiene derechos superiores al individuo. Si éste, por ignorancia o egoísmo, los viola o perturba, justo es que se ponga remedio. Yo no predico, como el señor Rodon supone, la abolición de la propiedad; pero sostengo que es justo arrancar el dinero de las manos avaras que los acaparan: nunca de las que lo saben hacer trabajar. (Narcís Oller, La febre d'or, I, Edicions 62-La Caixa, Barcelona, 1980, pp. 84-85.)

Luego, a partir de 1915, después de la célebre «matanza» de 1914 (fijación desde arriba de los cambios en las operaciones a plazo, tras haberse suspendido las sesiones a raíz de la primera guerra mundial, la caída de cotizaciones en París de valores españoles y el pánico consiguiente que se creó en Barcelona), prosiguen las operaciones a plazo en la Asociación del Mercado Libre de Valores, también con sede en la calle Avinyó, la cual coexiste con la Bolsa oficial. En 1916 se llega a un pacto entre ambas, entre otras cosas, para el cierre de las operaciones a plazo. La situación se mantiene hasta la guerra (excepto en un breve lapso de tiempo tras la proclamación de la República, en que fue clausurado el Mercado Libre). *Cfr.* Francesc Cabana, *Bancs i banquers a Catalunya*, 2.ª ed., Edicions 62, Barcelona, 1976, pp. 83-129. Tras la guerra, la Ley de 23 de febrero de 1940 ordenó la reapertura de las Bolsas, permitiendo sólo las operaciones al contado. Parecía relacionar las fiebres de especulación con los fantasmas marxistas, y prohibió las operaciones a plazo hasta nueva orden. El Mercado Libre de Barcelona quedó clausurado, y prohibió la

celebración, bajo cualquier forma, de contratos bancarios de los denominados «cuentas de efectos». La Orden de 4 de julio de 1941 aprueba la aplicación a la Bolsa de Barcelona del Reglamento de la Bolsa de Madrid. Luego, el Decreto Ley de 30 de abril de 1964 y el actual Reglamento de Bolsas de Comercio, aprobado por Decreto de 30 de junio de 1967, anunciaron la vuelta a la legalización de las operaciones a plazo, en el momento en que el Ministerio las autorizara (el art. 79 del Reglamento las define, y los arts. 80 y 81 establecen los requisitos para la autorización, que son considerables); la autorización no se ha dado nunca. Sin embargo, el artículo 63 del Reglamento amplió el «plazo» de ejecución de los negocios al contado, y luego la O. M. de 10 de abril de 1981 estableció un sistema de crédito en operaciones al contado. Lo que dice ser un mercado al contado, en realidad funciona como un mercado a plazo disfrazado. *Cfr.,* en general, Manuel Olivencia, «Los contratos a plazo», en AA.VV., *Lecturas sobre Bolsa*, cit., pp. 265-279, pp. 267-283; Joaquín Garrigues, *Curso de Derecho Mercantil,* tomo II, 7.ª ed., Madrid, 1980, p. 352; Francisco Vicent Chuliá, *Compendio crítico de Derecho Mercantil,* 2.ª ed., tomo II, Librería Bosch, Barcelona, 1986, pp. 362-363; J. A. Aguirre Rodríguez, ob. cit., p. 472.

17. § 95 del *H.G.B.* La conclusión de las operaciones bursátiles se produce verbalmente, pero se exige, bajo pena de multa, su documentación mediante «notas de negociación» *(Schlußnoten)*; este requisito no afecta a la validez de las operaciones. El corredor mercantil *(Handelsmakler)* está obligado a remitir la nota a cada una de las partes; contiene el nombre de los contratantes, el objeto y las condiciones del negocio (§ 94 del *H.G.B.*). La nota de negociación con «reserva de indicación de parte» (*Schlußnote mit Vorbehalt der Aufgabe,* § 95 del *H.G.B.*) constituye un supuesto especial. En ella, el corredor se reserva la indicación de la otra parte contratante, que se ha de hacer dentro del plazo fijado por el uso local, o en un plazo adecuado. El cliente no está obligado a aceptar una nota de negociación de estas características, pero si la acepta, se produce para él el efecto de quedar vinculado al negocio con el contratante que el corredor designe posteriormente, a menos que pueda alegar excusas legítimas contra dicha designación (lo son, por ejemplo, las fundadas en que la otra parte sea insolvente, o conocida como persona que utiliza malas artes en el comercio), *cfr.* Julius von Gierke, *Handelsrecht und Schiffahrtsrecht*, cit., pp. 122,123.

18. Por esto, Von Gierke señala que el que concluye la operación en nombre propio —*Propermakler—,* no es corredor. *Cfr. Derecho Comercial y de la Navegación,* Tipografía Editora Argentina, S. A., Buenos Aires, 1957, tomo I, p. 245 (trad. de Juan M. Semon de la 7.ª ed. del *Handelsrecht und Schiffahrtsrecht,* Walter de Gruyter & Co., Berlín y Leipzig, 1955).

19. *Cfr.* §§ 383, 384, 392.1 y 396 del *H.G.B*.

20. § 71 de la *Börsengesetz* de 1896, que sustituyó al § 376 del *Allgemeines Deutsches Handelsgesetzbuch (A.D.H.G.B.)* de 1861, el cual ya reconocía la autoentrada. Núcleo y sentido de la autoentrada es limitar el deber del comisionista de rendir cuentas; el reconocimiento de este derecho, se explica por la confianza del legislador y del público en el precio fijado en Bolsa. Al comitente sólo le importa recibir las mercancías a precio bursátil; no le importa saber a quién compra o a quién vende en concreto el comisionista, ni si lo compra en la Bolsa o lo toma de sus propias reservas, ya que su orden de compra no puede más que hacer subir la cotización, y su orden de venta, bajarla. Pero mayor es aún el interés del comisionista por la autoentrada, y los peligros de la institución afectan mucho más al comitente que a éste. Un comisionista poco serio puede emplear la autoentrada como una pantalla tras la cual perjudicar al cliente, fijándole un *cambio peor* al correcto («corte de cotización»). Al desempeñar el comisionista un papel de asesoramiento, y ejercer una influencia sobre el cliente como experto frente al profano, hay fundada posibilidad de que se sirva de esta influencia de una forma que el cliente no pueda controlar, y en perjuicio del mismo. Por ello, en Inglaterra, en la Bolsa de Nueva York, en Francia y en otros países se prohibió. En España, a los Agentes de Cambio y Bolsa —que son comisionistas, *cfr. supra,* p. 47— el artículo 96.4 del C. com. les prohíbe la autoentrada; esta norma es aplicación de la prohibición general de autoentrada del comisionista que formula el artículo 267 del C. com. Por el contrario, en Alemania adquirió carta de naturaleza, convirtiéndose en uno de los factores más importantes de todo el tráfico bursátil. Pero desde siempre fue muy controvertida, y el movimiento hostil a la Bolsa que precedió a la promulgación de la *Börsengesetz* de 1896, se dirigió también contra ella. La Comisión de Bolsas trató a fondo el tema y llegó a la conclusión de que era preferible no prohibirla, sino simplemente favorecer «la mayor claridad posible» en la relación entre comitente y comisionista. Y ello porque esta práctica estaba profundamente enraizada, y sobre todo porque se tenía la convicción de que prohibiendo la autoentrada se reproducirían los mismos abusos o situaciones, sólo que bajo otra forma. Las propuestas de la Comisión se convirtieron en Ley, en los §§ 70 y ss. de la *Börsengesetz* de 1896, y de allí pasaron, con escasas modificaciones, al texto vigente del § 400 del *H.G.B.* de 1897.

La regulación del contrato de comisión, que se encontraba en el capítulo V, §§ 71-74 de la *Börsengesetz* de 1896, pasó luego a los §§ 383-406 del *H.G.B.,* y dicho capítulo V desapareció en la *Börsengesetz* de 1908. El § 400 del *H.G.B.* reconoce el derecho a la autoentrada. Dispone que en la comisión de compra o venta de mercancías que tienen un precio de Bolsa o de mercado, y de títulos-valores cuyo precio se fija oficialmente, salvo que el comitente haya dispuesto otra cosa, puede ejecutarla el comisionista entregando él mismo como vendedor la cosa que ha de comprar, o tomando como comprador la cosa que ha de vender. En este caso, el deber del comisionista de rendir cuentas de la conclusión de la compra o la venta, se limita a la justificación de que para el cálculo de los precios se observaron los precios de la Bolsa o mercado presentes en el momento de ejecución de la comisión. A continuación, los §§ 400 y ss. del *H.G.B.* contienen normas de protección especialmente estrictas, para evitar un «corte de cotizaciones». Sin embargo, estas disposiciones no ofrecían a los clientes una protección efectiva, porque la entera organización del comercio bursátil apenas les daba la posibilidad de controlar que los banqueros respetaran las normas legales, *cfr.* Arthur Nußbaum, en el *Handbuch* de Ehrenberg, cit., pp. 599-618, y Von Gierke, *Derecho Comercial y de la Navegación,* cit., pp. 154-155.

21. *Cfr.* Max Weber, *ZHR* (45), 1896, pp. 125-126.

22. El § 7 de la *Börsengesetz* de 1896 establecía los supuestos de prohibición de entrada en la Bolsa, y no exigía ninguna prueba de patrimonio. La redacción se mantuvo en los mismos términos en la *Börsengesetz* de 1908.

23. Los §§ 41 y 42 de la *Börsengesetz* de 1896 (y luego los §§ 43 y 44 de la *Börsengesetz* de 1908) establecían la negativa a la cotización y la prohibición de publicación o reproducción de los cambios de títulos no admitidos a cotización, y autorizaban al Bundesrat para fijar el capital fundacional mínimo y el importe mínimo de los títulos requerido para la admisión. El § 50.4 de la *Börsengesetz* de 1908 fijó, además, un valor nominal mínimo del conjunto de los títulos para su admisión al comercio *a plazo*, que había de servir para evitar la escasez de los mismos, y el consiguiente aumento de los precios.

24. § 78 de la Börsengesetz de 1896, y luego § 94 de la Börsengesetz de 1908.

* Por ejemplo: «Al Sr. Smith en Londres. Contra entrega de esta letra, pague Vd., el día 1 de julio de 1895, al Sr. Müller de Berlín, o a su orden, la cantidad de 100 libras esterlinas. Berlín, a 1 de abril de 1895. Schulze». [Todas las notas introducidas por asterisco pertenecen al autor.]

* Las deducciones («descuentos») que suelen hacerse, y las oscilaciones del curso de las letras, los trataremos en el siguiente capítulo.

** A menos que Smith, por cualquier razón, no pague la letra a Jones, en cuyo caso Jones ejercitará el «regreso» frente a Müller, y éste frente a Schulze. Entonces Schulze se verá obligado a abonar a Müller los gastos, y a pagarle el importe más los intereses, y se dirigirá a su vez contra su deudor, Smith, que se ha negado a pagar sin razón. En este caso, se frustra el intento de liquidar la operación mediante una letra, pero se trata, evidentemente, de una rara excepción.

* Muchas veces, para mayor facilidad, la entrega de títulos se acompaña de los llamados «cupones», es decir, pedazos de papel que se van recortando a medida que llegan las fechas de vencimiento, contra entrega de los cuales se cobran los intereses, no siendo necesario exhibir el título mismo.

* También en Inglaterra los trabajadores poseen a menudo títulos que devengan intereses. Allí, las grandes asociaciones de trabajadores, las *Trade Unions*, junto con las ventajosas condiciones de producción de la industria inglesa, y, sobre todo, la posición hegemónica que tiene el Estado en el mar, son las que aseguran a una parte de los trabajadores unos salarios que, en determinadas circunstancias, les permiten una acumulación de patrimonio.

* Así, poseer una participación minera (que es transmisible) implica, para el bolsillo de su titular, un riesgo semejante al que representa trabajar en una mina para la vida del trabajador, ya que van alternándose las épocas de grandes rendimientos con los momentos en que hay que pagar «recargos».

* Por ello, es también un error creer que por lo menos los accionistas tendrán un considerable interés en la correcta confección del balance. Dicho interés lo tiene sólo una parte de los accionistas: aquella que quiere conservar las acciones de forma duradera, como inversión de capital. A la otra parte, un dividendo ficticio, demasiado alto, le procura una doble ventaja: de un lado, obtiene una participación en los beneficios mayor de la que le correspondería, y, además, encuentra también compradores que, a consecuencia de los altos dividendos, le compran las acciones más caras de lo que se las comprarían en otro caso.

* Dicho de paso, y teniendo en cuenta que a la especulación en la Bolsa se le han reprochado muchas cosas, en parte con razón, conviene destacar que los innumerables pactos sobre negocios se celebran todos oralmente, sin que sea necesaria, por ejemplo, la presencia de testigos. Sin embargo, no ocurre prácticamente nunca que alguien, ni un especulador poco escrupuloso para otras cosas, ponga en duda la realización de un pacto, ni cuando el negocio le ocasiona considerables pérdidas. Esto sería totalmente imposible en la Bolsa, puesto que la confianza absoluta en la palabra dada es fundamento de su existencia.

* Así, en Nueva York, si bien cualquiera puede entrar en el recinto de la Bolsa, dentro de él se alza un estrado rodeado de barreras, al estilo de un anfiteatro, en el cual están sólo los comerciantes de Bolsa admitidos, que cierran negocios; se puede entrar, y, si se goza del crédito de uno de los comerciantes, encargarle un negocio. Al recinto de la Bolsa de valores de Londres nadie tiene entrada, salvo los *brokers* (comisionistas) y *dealers* (comerciantes) admitidos.

** O bien personas acaudaladas han de constituirse en sus fiadores —así, en Londres, dos personas, por una cuantía de 500 libras esterlinas (10.000 marcos) cada una—, o bien tienen que depositar un importe en dinero o en títulos-valores. La mayoría de las veces, quien no haya podido cumplir con sus obligaciones de pago, queda excluido de forma permanente. También es muy estricta la disciplina respecto de aquellos que realizan prácticas desleales.

* El tráfico en París, por ejemplo, es tan intenso, que los sesenta agentes concesionarios apenas pueden dar abasto por sí solos, y por lo tanto, les plazca o no, han de tolerar la presencia de otros, no concesionarios —la llamada *coulisse*—. A pesar de ello, al no reconocer la ley a los *coulissiers*, queda en manos de los primeros el recurso de denunciarlos para que sean castigados; esto es, la posibilidad de «expulsarlos del templo». Por lo tanto, ellos, los concesionarios, pueden procurar que los *coulissiers* les respeten una porción de negocios tan amplia y productora de beneficios como en cada momento sean capaces de despachar.

* Recientemente, los Älteste der Kaufmannschaft, en base a un pacto estrictamente privado entre un número relativamente amplio de empresas, han comenzado a poner freno y «castigar» una práctica particularmente oprobiosa: la conclusión de negocios con los dependientes sin conocimiento de su principal, mediante la cual se induce a los primeros a la malversación de fondos. Pero si el autor no se somete al «castigo», aquí acaba el incidente, puesto que no existe un derecho a imponerlo. [Concretamente, se trataba de una asociación de empresas que operaban en la Bolsa de Berlín, la cual amenazaba con el boicot a quienes cerraran negocios con empleados de establecimientos bancarios de Berlín. Los establecimientos de fuera no quedaban protegidos; se aducía que en estos casos era difícil reconocer a un empleado, aun procediendo con diligencia (la oficina de información confundió en alguna ocasión a un dependiente con un rentista). En la Bolsa de Viena sí existía una regulación: el § 5 de la Ley de Bolsas de 1 de abril de 1875 excluía del recinto bursátil a quienes concluían negocios con dependientes sin la autorización de su principal, *cfr*. Max Weber, «Die Ergebnisse der deutschen Börsenenquete», *ZHR* (43), 1895, pp. 83-219, p. 123. Muchos integrantes de la Comisión de Bolsas (*Börsenenquetekommission*, en adelante, Comisión de Bolsas, *cfr*. *infra*, p. 60) eran favorables a adoptar medidas de este tipo (*cfr*. Weber, *ZHR* (43), 1985, p. 143). Y así, cuando la Comisión pasó a discutir el tema de las prohibiciones personales a la participación en el comercio a plazo, la única categoría de personas que despertó el interés de los miembros de la Comisión (en sentido negativo) fue la de los empleados de establecimientos bancarios. Evidentemente, porque la tentación de defraudar, conexa a las especulaciones que realizaban los empleados, amenazaba directamente a los dueños. La mayor parte de los expertos se pronunció a favor de

prohibir con carácter general los negocios a plazo concluidos con empleados cuando no concurriera el consentimiento del principal. Como sanción, se propuso la exclusión de la Bolsa, o una sanción penal. Se pusieron reparos a la sanción de invalidez civil del negocio, en razón de la inseguridad jurídica que produciría. Hubo oposición a la posibilidad de incluir los negocios al contado dentro de la prohibición, y a ampliar ésta fuera de la Bolsa (es decir, más allá de lo que afectaba a sus propios intereses —una gran mayoría de bancos obligaba a sus empleados a utilizar sus propios servicios, y gestionaba sus operaciones —), *cfr*. Weber, *ZHR* (45), 1986, pp. 69-156, p. 137. *N. de la T*.]

* Sobre la forma de determinación de la cotización, véase el capítulo que sigue.

** El hecho de que esta norma, a pesar del juramento del agente, sea diariamente eludida, y las causas de ello, lo veremos más adelante.

* Que concuerda con la de los más prestigiosos especialistas en la materia.

* En caso contrario, no existiría ninguna razón para levantar barreras en torno a la Bolsa, y para no organizarla como un mercado abierto a todos, del género de la de Hamburgo. El carácter de los comerciantes de Hamburgo, que poseen una rancia y excelente tradición de siglos, ha hecho que la Bolsa allí sita, totalmente libre, no pertenezca a las menos sólidas, sino a las relativamente mejores de su género.

* El fin de las explicaciones que preceden era mostrar que todo depende de esto, es decir, que se trata de internarse en el examen del *núcleo* del tráfico. En el próximo capítulo nos ocuparemos del tipo de liquidación del negocio bursátil y de sus formas, de la forma de fijación de la cotización y de formación del precio, y de las funciones de los grandes bancos en el tráfico bursátil, para alcanzar con ello una idea aproximada de lo que puede lograrse en este campo, y de los fines que pueden y deben fijarse a la reforma en el ámbito de la Bolsa.

* El único fin al que quieren servir estas páginas ya se indicó en la introducción a la primera parte. La promesa que se hizo allí, en la nota final, no se ha cumplido totalmente. Aquí sólo se examinan básicamente las formas del tráfico. Es mejor reservar las funciones de los grandes poderes financieros para un examen independiente. Me he convencido de que es indispensable emplear una mayor extensión en aras a la mejor comprensión de aquellos que son completamente ajenos a cuanto aquí se describe. El espacio impidió una discusión más profunda de las propuestas de forma o de la Ley de Bolsas [*Börsengesetz* de 1896. *N. de la T*.]

* Por ejemplo, «249 1/2 Papel (*B., Brief*), 248 3/4 Dinero (*G., Geld*)»; «249 Pagado (*bz., bezahlt*)», significa que a este precio se hicieron transacciones; «249 pagado por Papel (*bz., B.*)», que a este precio se concluyeron negocios, pero que aún existió una oferta ulterior. Aquí no puedo entrar en detalles y particularidades (por ejemplo, de la cotización en Berlín). [En los boletines de cotización alemanes, los precios de los negocios concluidos se acompañan de la abreviatura «*bz.*» (*bezahlt*, pagado). «*B.*» (*Brief*, papel) significa que la oferta no ha sido satisfecha; «*G.*» (*Geld*, dinero), que no se ha cubierto la demanda (aunque dar a conocer una cotización del dinero o del papel, no excluye que no se hayan realizado efectivamente transacciones por pequeños importes a los cursos expuestos). «*Bz. G.*» y «*bz. B.*», significa que se han realizado transacciones a los precios cotizados, pero que, respectivamente, la demanda y la oferta han quedado insatisfechas, *cfr*. Arthur Nußbaum, «Die Börsengeschäfte», en la obra dirigida por Victor Ehrenberg, *Handbuch des gesamten Handelsrechts mit Einschluß des Wechsel-, Scheck-, See- und Binnenfahrtsrechts, des Versicherungsrechts sowie des Post- und Telegraphenrechts*, Leipzig, 1918, tomo IV, vol. 2.°, pp. 541-691, p. 552. En los boletines de cotización españoles, «D» (posición dinero) significa que, al cerrarse el tiempo de contratación de un valor, había alguien dispuesto a comprar a un precio determinado, no habiendo encontrado contrapartida para casar la operación. «P» (posición papel), que había alguien dispuesto a vender a un precio determinado, y no encontró comprador por dicho precio. *N. de la T*.]

* Por ejemplo, en el comercio de café a plazo en Hamburgo, el café *good average Santos*, una determinada calidad de café brasileño.

** Por ejemplo, sólo 500 sacos de café de la calidad fijada o un múltiplo de esa cifra (1.000, 1.500 sacos), o sólo 10.000 rublos en billetes, o un múltiplo de esta cantidad.

*** Por ejemplo, sólo para fin de mes (el último día del mes corriente). Véase, además, más abajo en el texto.

* Las complicadas bases del cálculo singular, según cuáles sean los usos relativos al pago de los llamados «intereses por título» *(Stückzinsen)* junto al precio del contrato, así como todas las restantes particularidades. han de pasarse por alto aquí.

* Por falta de espacio, no puedo entrar en las diversas formas secundarias de operaciones de especulación —operaciones «con prima», operaciones de *stellage* y operaciones «múltiples en alza o baja» *(Nochgeschäfte)*—. Todas ellas están orientadas a fines negociales muy determinados, de por sí rectos, aun cuando nada impide que puedan utilizarse para la especulación ilícita. [A las formas básicas de los negocios bursátiles (negocios al contado sobre productos y valores, y negocios a plazo) se añaden formas secundarias que se encuentran casi únicamente en el comercio a plazo, y que son básicamente estas tres. En las operaciones con prima *(einfache Prämiengeschäfte)*, el contratante, mediante el pago de la prima, adquiere el derecho a abandonar el contrato; en las operaciones de *stellage*, el contratante (comprador del *stellage*) adquiere el derecho de elegir entre comprar o vender las mercancías o títulos en cuestión en el momento en que llegue el plazo; en las múltiples en alza o en baja *(Nochgeschäfte)*, se cierra en firme una operación por una cantidad básica determinada, pero el comprador o el vendedor tiene derecho a exigir o a entregar el doble u otro múltiplo de la cantidad pactada. Para más detalles sobre la regulación alemana y la construcción de su naturaleza jurídica, *cfr*. Nußbaum en el *Handbuch* de Ehrenberg, cit., pp. 577-584, y Von Gierke, *Handelsrecht*, cit., p. 499. El Reglamento español de Bolsas de Comercio de 30 de junio de 1967 considera estas tres formas secundarias de negocios bursátiles como modalidades de las operaciones a plazo condicionales. Define las operaciones con prima en el artículo 86. Las operaciones de *stellage* y las dobles y múltiples en alza o en baja entrarían dentro de la modalidad de las operaciones con opción (definidas en el art. 87), *cfr*. Manuel Olivencia, «Los contratos a plazo», cit., p. 287. Pero el Reglamento español las definió para seguir manteniendo básicamente el principio de prohibición de la categoría más general de las operaciones a plazo, y delimitar al mismo tiempo el ámbito de posible incidencia de las facultades del Ministerio en orden a su autorización. *N. de la T*.]

* En la realidad, este efecto no se produce casi nunca de forma tan directa, sino de forma algo más complicada, sobre todo mediante la interposición del negocio de doble. Pero la vía por la cual se logra dicho efecto, en sus principios y en sus resultados, es enteramente la misma.

* No hay ninguna duda de que existen casos así. Pero ahora no puedo entrar en concreto en ello, por razones de espacio. Aquí figura, por ejemplo, el peinado, un producto semielaborado; a diferencia de las materias primas, cuya producción exige largos ciclos de recolección, cualquier aumento de los precios puede provocar fácilmente una sobreproducción. Los cereales, en mi opinión, no pertenecen actualmente a este grupo, desde el punto de vista de los intereses alemanes. La prohibición que el Reichstag estableció unilateralmente para el interior, sin un acuerdo internacional, fue calculada exclusivamente por captación de votos, y fue, también desde este punto de vista, un disparate. [El § 50.3 de la *Börsengesetz* de 1896 prohibió el comercio a plazo de cereales; la prohibición se mantendría después en el § 65 de la *Börsengesetz* de 1908 (*cfr. supra*, p. 93). En base a la autorización que confería al Bundesrat el § 50.1 de la *Börsengesetz* de 1896, en 1899 se estableció la prohibición de comercio a plazo del peinado, *cfr*. Nußbaum, en el *Handbuch* de Ehrenberg, cit., página 676. *N. de la T*.]

La Bolsa
Max Weber

Título original: *Die Börse*

Primera edición en esta presentación: marzo 2013
Ediciones anteriores: 1987, 1993

Editorial Ariel es un sello editorial de Planeta, S. A.
Av. Diagonal, 662-664, 08034 Barcelona (España)
www.planetadelibros.com

Primera edición en libro electrónico (epub): marzo 2013

ISBN: 978-84-344-0780-0

Conversión a libro electrónico: Newcomlab, S. L.
www.newcomlab.com

Índice